全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: ht[illegible]

晨昊 著

打败大盘
巴菲特为什么能赢

开启一扇全新之门
让您真正走入巴菲特博大精深的投资世界

廣東省出版集團
广东经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和
理想藏书55188

打败大盘

巴菲特为什么能赢

晨昊 / 著



廣東省出版集團
广东经济出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和:
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

打败大盘：巴菲特为什么能赢 / 晨昃著. —广州：广东经济出版社，2013. 1
ISBN 978—7—5454—1692—3

Ⅰ. ①打… Ⅱ. ①晨… Ⅲ①巴菲特，W. —股票投资—经验 Ⅳ. ①F837. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 287855 号

出版发行	广东经济出版社（广州市环市东路水荫路 11 号 11～12 楼）
经销	全国新华书店
印刷	佛山市浩文彩色印刷有限公司（南海狮山科技工业园 A 区）
开本	730 毫米×1020 毫米 1/16
印张	15. 75
字数	172 000 字
版次	2013 年 1 月第 1 版
印次	2013 年 1 月第 1 次
印数	1～6 000 册
书号	ISBN 978—7—5454—1692—3
定价	30. 00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与承印厂联系调换。
发行部地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼
电话：(020) 38306055 38306107 邮政编码：510075
邮购地址：广州市环市东路水荫路 11 号 11 楼
电话：(020) 37601950 营销网址：http：//www. gebook. com
广东经济出版社新浪官方微博：http：//e. weibo. com/gebook
广东经济出版社常年法律顾问：何剑桥律师

· 版权所有 翻印必究 ·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

前言

价值投资理念的兴起

150年前，约翰·斯图尔特·米尔（John Stuart Mill）在其著作《政治经济学原理》（*Principles of Political Economy*）中假设，资本价值的涨跌是基于人类异想天开的天性。当股价上涨时，大众视之为获利机会，将股价进一步推高，并应验自我实现预言；股价下跌时则激发相反的情绪反应。米尔写道："人类的性格本身就容易导引出其所期望的效果来。"

股票的涨跌通常并没有什么道理可言，它不过是受市场中大众的恐慌、激情、贪婪的情绪和欲望的推动所致。尽管人类的这种天性有缺陷，但却是我们所能理解的人类情感之一。股市中那种喜怒无常的拉锯战，提供给我们巨大的获取利差的机会，尤其是当一家公司的价值被市场错估或低估时更是如此。然而，水能载舟，亦能覆舟。人类的这种激情同样也可能颠覆股市，给投资者，甚至给一个地区或国家带来金融风暴冲击波，像1994年墨西哥金融危机，1997年亚洲金融风暴，2001年南美金融危机，以及2008年的世界金融大危机，无不说明这个道理。

本书旨在告诉投资人在风云变幻的股市里，只要运用"价值投资法则"（Value Investing），你就可以跑赢股市。价值投资法20世纪30年代中期产于美国，常被世界上许多最伟大的市场专业人士采用。本书描述的沃伦·巴菲特（Warren Buffett）、沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）、马里奥·嘉伯礼（Mario Gabelli）、迈克尔·普赖斯（Michael Price）、约翰·内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

夫（John Neff）、约翰·坦普尔顿（John Templeton）等世界公认的20世纪最伟大的投资大师，以低廉的价格买下公司股票的方法已被屡屡证明是历史上最成功的选股方法。有了价值投资法则，等于拥有了神奇的炼金术。投资者可以买进全球最受欢迎的公司股票，然后运用价值投资法点石成金，坐享其成。同时，由于没有支付不合理的高价，投资者的利润必定会相应提高，其所面临的风险也相对降低。

然而在中国，时至今日依然没有多少人认真地把价值投资法则当成一项重要的原则，相反认为参与金融业投资就是一件冒风险的事，投资人无法知悉更多的信息，也不必去深入了解。这种论调使得许许多多投资人成为受市场波动影响的牺牲品。报纸杂志中诸如“当前十大好股”的标题，就可以很容易地诱导投资大众轻率地作出购买股票的决定，而市场分析师更是工于心计地让投资人换股票比换舞伴还快。投资业界也从未领悟到股票投资单纯性的问题，即投资人只要以低于股票价值的价格买进，然后耐心地抱牢持股即可。简言之，投资并非是快板的华尔兹舞，而是慢四的交谊舞。不幸的是，缓慢而稳定的成功在市场上却一直被看成是投资法则中的异类而不被人看好。

今天的中国股票市场上，全国城镇有近半数的家庭参与了股票投资，其中，绝大多数投资人在规划其股票投资组合时所花的时间甚至还不如会一个客、做一顿饭、度一次假，或买一件衣服的时间长。长达十多年来不断反复震荡的多、空头市场，使得投资人形成了一种单一的思维模式，即没有必要去花费更多的时间进行小心翼翼的股市研究。于是，买入股票预期短时间内一定会获利的增长型投资法大行其道，充斥市场。就像人类所有的坏习惯可能导致不幸后果一样，对于投资人来说，由错误的投资理念带来的金融悲剧一再重演，而更可悲的是，当灾难过后不久，投资人又轻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

易忘记了昨天刚刚发生过的悲剧，照样周而复始地从事新一轮的投资行为。

鉴于此，投资人应谨记，要想获得100元的利润，就必须事先做好忍受暂时亏损40元的心理准备。除非他们注意到了价值投资法则，否则这种进两步退一步的现象会成为许多人无法忍受的痛苦。遗憾的是，中国股市里的绝大部分投资人都没有注意到上述这一趋势，市场上也很少有投资人能为经济增长周期和股市周期带来的一时损失做好充分的心理准备。有太多的投资人固执地将投资视为世界上最好的点金术，认为今日买入股票，明天它就会上涨，到了退休年龄，他们便会出神入化般地变成百万级、千万级甚至亿万级的富翁，坐拥大把大把的钞票安享晚年。在这些投资人身边始终围绕着一大批增长型投资基金的经理人、分析师和财经媒体，他们大肆鼓吹快速短线赚取热钱的方法，而对伴随的风险却不事先安民告示。

中国股市太需要正本清源了。他山之石，可以攻玉。本书分析、解释、理解现代投资理论的异类——巴菲特学派及其价值投资法则。巴菲特价值投资理论不应单纯地理解为巴菲特个人，它根源于西方现代投资理财理论，是西方现代投资理论论战过程中的一个必然延伸和产物，是一个由众多价值投资大师理论和实践演变而成的当代最重要的投资理论学派。在本书，作者介绍的其实是巴菲特和他的投资学派，我们将集中在：

1. 核心投资组合概念。选择长期获利高于平均水准的绩优股，将资金重押在这几档股票上，不论短期股市如何震荡，都要长抱不放。

2. 概率和心理学分析。了解来自心理学的行为模式，掌握投资结果。

3. 统计学概率。获知如何在投资组合中做到最佳优化配置。

4. 学习股市复合调节系统，以确定投资自己认为合适的标的公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



本书将为读者打开一扇全新的思考投资理财之门，让您真正走入巴菲特及其价值投资学派博大精深的投资世界里。更重要的是，读者将第一次领略什么是真正的价值投资法则精髓，而这正是他们投资理财必修的重要一课。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

contents

目 录

前言：价值投资理念的兴起

001

第一章 现代投资理论的论战价值

001

价值投资之父——格雷厄姆 | 002
报酬与风险并存 | 003
风险倍他系数 | 006
市场有效率吗 | 008
巴菲特：现代投资理论的一个异类 | 010
价值投资理论的崛起 | 014

第二章 价值投资法则

017

价值投资的几种评估法 | 019
价值投资的简化原则 | 021
印证价值投资法 | 030
多头市场价值投资有用吗 | 043

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



第三章 巴菲特学派 047
凯恩斯鲜为人知的一面 | 050
巴菲特家乡的合伙人 | 053
巴菲特的最佳拍档 | 062
著名的水杉基金 | 064
辛普森的投资风格 | 067
伯克希尔公司：巴菲特的旷世杰作 | 070

第四章 巴菲特的价值投资法 077
巴菲特简史 | 078
集中持股原则 | 084
持有股票多久才算好 | 100
巴菲特学派的评估体系 | 108
价值终将在股价上得到反映 | 116
巴菲特的总体盈余法 | 119
选股的真实价值 | 122
铁律：投资获利高于资金成本 | 124
把自己当做是公司大股东 | 128
价值投资还是增长投资 | 131
寻找市场新的专利权 | 138

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第五章 巴菲特的价值投资数学应用

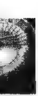
143

探寻投资概率理论之源 | 147
贝叶斯推论 | 150
巴菲特的主观概率论 | 152
威尔斯·富国银行投资案 | 154
可口可乐投资案 | 157
小概率事件的保险投资 | 158
大赌一把的时机到来了 | 161
学会用数字思考 | 165

第六章 价值投资心理学

167

不理性的市场 | 169
不理性循环模型 | 175
市场信息不对称 | 179
投资人的最大敌人是自己 | 182
投资中的非理性思考 | 187
股市中的米蒂效应 | 193
学习大师的心理行为 | 198


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

第七章 预测市场有效吗
201
预测股市和预测天气一样 | 203
公司预测能力的差强人意 | 209
一大堆预测失败的例证 | 212
寻找经济学思考模式 | 215
投资股市的创新模式 | 223
市场的不可测性 | 228

跋 我理解的巴菲特的价值投资
231

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

1

第一章

现代投资理论的论战价值

20 世纪全球有两次规模最大的金融风暴。第一次是起源于 1929 年世界经济大危机带来的股票市场大崩盘，第二次发生在 1973—1974 年间世界石油危机和随后的股票市场的空头走势。和第一次金融风暴相比，第二次并非因单日股票市场崩跌造成，其对美国家庭财富的负面影响也没有第一次那么全面而深刻，所以不是所有经历过那段日子的人都有相同的惨痛回忆。但是，对于金融专业人士来说，70 年代中期的那次金融风暴的影响绝对不会亚于第一次，因为它是一次慢性的摧残过程，投资亏损面的扩大似乎永远没有停止的一天。股票市场价格整体下跌超过 60%，就连保守的公债投资人的财富也大幅蒸发；利率水平和通货膨胀涨幅飙高到两位数；油价高居不下；房屋分期贷款价格高得连中产阶级都无法承受，而当时的股票市场行情也坏到使基金经理人开始怀疑自身的投资策略是否出了问题。这直接导致了现代投资组合理论的诞生，成为现代投资理财的理论奠基过程中的重要转折点。

所以，回顾现代投资理论的发展过程，可以清楚地区分出两种主要的理论流派，至于这两派理论到底谁优谁劣，至今还在争论不休，彼此的支持者虽然都倾心研究何者才是最佳投资方法，但最后的结论仍大不相同。我们并不想介入这样的争论之中，而是从巴菲特投资理论和一般投资人的投资理论这样两个方面来论述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



价值投资之父——格雷厄姆

投资大师巴菲特的父亲曾从事股票经纪业务，巴菲特8岁时就常常在父亲位于内布拉斯加州欧马海市的公司里耳闻目睹了各种投资交易，在他11岁时就做了他生平第一笔股票投资。在进入内布拉斯加大学就读时，对数字有特殊灵感的他无意中接触到了一本叫《智能型股票投资人》（*The Intelligent Investor*）的书，作者是哥伦比亚大学教授本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）。在这本书里，格雷厄姆认为投资理财最重要的信息就是投资标的公司的真实价值，而投资人最重要的工作则是正确计算出该公司的价值，并在市场价格低于公司的真实价值之前紧守只买不卖的原则。巴菲特被这种投资逻辑深深吸引，特别跑去哥伦比亚大学攻读研究生，并成为格雷厄姆的门生。

巴菲特于1952年取得经济学硕士学位，嗣后他回到故乡欧马海市协助父亲打理证券经纪业务。当时他的父亲已拥有自己的证券经纪公司，取名为“巴菲特·福克公司（Buffett Falk & Company）”。巴菲特牢牢记住格雷厄姆教授的教诲，只考虑买进股票价格超跌的股票，而且当这些股票的价格越低时，他的兴趣就越大。

他一边帮父亲工作，一边仍和他的投资启蒙老师格雷厄姆保持着密切的联络。1954年，格雷厄姆邀请巴菲特到纽约格雷厄姆—纽曼公司（Graham-Newman Corporation）上班。两年后，格雷厄姆退休，而巴菲特又重新回到故乡。他和其他6名合伙人凑了一笔投资基金开始做投资业务，巴菲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

特的投资额是 100 美元，从此开始了自己的投资事业。谁也没有想到在短短数年之后，他竟能完成赫赫有名的美国运通投资案，其时他才 25 岁。

身为合伙投资人中的一员，巴菲特被授权自主运作这笔基金的权利。除了取得像美国运通投资案中的少数股权外，他有时也设法取得部分标的公司的实质经营权。1969 年，巴菲特结束了长达数年的合伙投资关系。过去的若干年里，他曾为自己设下过一个颇有野心的目标，即要求自己的年投资回报必须高过道琼斯工业指数涨幅约 10 个百分点。他做到了，不但做到了，还远远超过指数涨幅约 22 个百分点。由于一部分投资人希望能将刚散伙的合伙人资金交由经理人来专门管理，所以巴菲特特别邀请了他在哥伦比亚大学的同学比尔·鲁安（Bill Ruane）（注：有关比尔·鲁安，我们将在第三章里作详细叙述）来接管。后者欣然接受了他的邀请，于是这笔基金就成了后来水杉基金的前身。巴菲特则在随后拿了他分到的股利买下了伯克希尔公司的股权，最后甚至取得了该公司的主导权。从此，他开始专心经营这家纺织公司。

报酬与风险并存

1952 年 3 月，就在巴菲特刚从大学毕业回家帮父亲打理业务之时，《财务季刊》（*The Journal of Finance*）刊登了一篇题为“投资组合选择”的短文，作者哈里·马科维茨（Harry Markowitz）当时是芝加哥大学的一名研究生。文章大约 14 页，其中只有 4 页是文字叙述，其余的都是一些图表和数学计算方程式。就一般学术论文标准而言，这篇文章似乎没有什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net



特别起眼的地方，但就是这篇文章，被后世称为“现代投资学的始祖”。

马科维茨在短短几页的文章里讨论了一个看起来似乎非常简单的观点，即风险与报酬的关联度。身为一个名不见经传的经济学家，他认为有必要运用统计原理来量化两者之间的关系，由此估算出投资行为背后的风险和预期报酬的联动性。他在文章中以数学计算验证了他的结论，即追求高报酬就必须承担高风险的代价。

马科维茨后来表示，当时他的想法是，在投资行为付诸实施前，除了考虑可能的报酬外，也要设法了解由此伴随而来的风险。虽然现在投资学已很普及，马科维茨提出的报酬与风险观点也没有什么特别的地方，但是在20世纪50年代，它却激起了投资理论革命性的浪潮，实在难能可贵。

当时的投资人几乎完全没有投资组合的想法，更没有控制风险的概念，通过投资组合方式来分散风险的概念，被认为是从天而降的福音。当时的投资人就只知道如果某只股票价格上扬，就赶快进场买入，却完全不必理会它可能会出现的其他情形。这种投资行为让马科维茨感到困惑，因为在他看来，追求高报酬和零风险几乎是不可能的事。为了更清楚地呈现他的这一重要思想，他又发展出了“效率前缘”（efficient frontier）的理论来解释报酬和风险之间的正相关关系。他说：“身为一位经济学家，我试图用坐标来说明报酬和风险两者之间的关系，预期报酬和风险分别在坐标的两轴，而效率前缘就是由右上到左下的直线，直线上的每一个点都代表预期报酬和风险的互动结果。最有效率的投资组合则是最终报酬远低于所要承受的风险。”马科维茨认为，基金经理人的目标就是要将其投资组合的风险维持在投资人所能承受的风险范围内，并尽量避免报酬低于要承担的风险。

1959年，马科维茨根据他的博士论文出版了他的第一本书，书名叫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



《投资组合选择：有效分散投资风险》（*Portfolio Selction*：*Efficient Diversification of Investment*）。在书中，他更为详尽地描述了他对风险的看法。他说："我用标准差作为衡量风险的工具。标准差表示某一个体与平均水平的差异度，距离越大，就表示所冒的风险越大。"

按照马科维茨的理论，不难推测投资组合的风险就是该组合内所有单一只股风险加总的平均值。但事实却并非如此。标准差虽然可以告诉某一只股票的投资风险，但两只（甚至一百只）股票的平均标准差却不能准确显示出该两只（或一百只）股票的投资组合的风险到底有多大。

后来的学者们认为马科维茨理论中最伟大的贡献在于他试图找到一种可以检验投资组合风险的方法，因为他尝试利用投资组合内每一个股票标准差的相互关系，来计算出标志变异数；而标志变异数可以测算出一群股票组合未来的可能走势。如果两只股票的标志变异数越高，那么这两只股票的股价走势就越趋于同步。相反，彼此间标志变异数越低，则表示彼此走势多朝相反方向运动。马科维茨认为，投资组合的风险不在于每一只股票的标准差，而在于该组合中每只股票的标志变异数。如果投资组合中每一只股票的走向均一致，当不景气时，所有股票一起大跌的可能性就高。如果将风险虽高但走向相反的股票放在同一投资组合中，该组合风险就会大幅下降。

投资人首先必须了解自己所能承担的风险系数，并在该范围区间运用分散风险的方法，建立起高效益、低标志变异数的投资组合。然而，就是这本书，连同马科维茨几年前发表的论文中所表达的观点一样，不知为什么被当时许多投资专家弃之不用。唯一可以解释的就是人微言轻！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



风险倍他系数

在马科维茨的第一篇文章问世后 10 年，一位名叫比尔·夏普（Bill Sharpe）的博士研究生登门拜访了马科维茨，而马科维茨当时在世界著名的兰德研究所（Rand Institute）从事线性规划研究。夏普当时还没有想好博士论文的题目，南加州大学的一名教授建议他去见马科维茨。两人见了面，马科维茨告诉夏普，他的投资组合理论需要随时不断地找出组合内部的标志变异数，以便能计算出该组合的风险度。夏普很仔细地听完马科维茨的阐述，然后又回到了南加州大学。

一年后夏普的博士论文完成，题目是“投资组合的简单分析模型”（*A Simplified Model of Portfolio Analysis*）。虽然他谦称自己博士论文的灵感完全来自马科维茨以前的理论，但他提出了比计算投资组合内标志变异数更加简便的方法。从此之后，人们就不用再像马科维茨一样去花大量的时间没完没了地计算标志变异数。

夏普认为，每一只股票均与某些影响股票价格的因素相关，这些因素可以是大盘指数、国民生产总值或其他相关的价格指数等。根据夏普理论，只要某项因素是最重要的，分析师就只需分析这一股票价格与该因素之间的关系。和马科维茨的理论和做法相比较，夏普的模型大大简化了计算风险的过程。

拿股票作例子来说，根据夏普理论，对单一股票价格走势最有直接影响的因素大概就是股票市场的整体表现，也就是大盘指数。还有虽没有直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

接影响但同样也很重要的因素，如同类股票的整体表现和个别公司的产业特性。如果某一只股票价格的波动性大于大盘指数的波动性，若将该股票纳入投资组合内，这将使整个投资组合的波动性增大，从而风险随之升高。相反，如果某一股票价格的波动性小于大盘波动，若将该股票纳入投资组合中，就可使整个投资组合的波动性减小。鉴于上述观点，投资组合的波动性就可简单地以组合中个股价格波动性的加权平均数来加以表达。

夏普替此项衡量股票价格波动的工具取了一个简单易懂的名字，那就是“倍他系数”（Beta）。倍他系数是用来衡量个股与大盘波动的相关性的。若单一股价的涨跌幅度完全和大盘的涨跌幅度一样，则该股的倍他系数等于1；如果单一股价的涨跌仅达到大盘指数涨跌的80%，则该股的倍他系数等于0.8。根据夏普倍他系数，我们可利用组合中所有个股倍他系数的加权平均数，轻易判断出该投资组合整体的倍他系数。如果一个投资组合整体倍他系数大于1，表示该组合风险超过大盘的风险；反之，如果某一投资组合的倍他系数小于1，那么，该组合风险小于大盘风险。

在提出“投资组合的简单分析模式”博士论文一年后，夏普又提出了“资本资产定价模式”的理论，这一理论基本上延续了他之前的理论并加以了拓展。根据资本资产定价模式，股票投资要承担两种不同的风险：第一种风险是来自于整体股票市场的风险，夏普将这种风险称之为“系统风险”。系统风险可以用倍他系数来作定量的描述，不过无法通过分散风险的方式来消除。第二种是“非系统风险”，也就是单一个股风险。和系统风险不一样的是，投资组合的非系统风险可以通过加入不同倍他系数的个股，降低投资组合的整体风险来防范。

彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）是当代著名作家兼研究分析师，同时也是《投资组合管理》（*The Journal of Portfolio Management*）的编辑。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



和夏普相识甚久，并花了不少时间来深入研究夏普理论。伯恩斯坦认为，夏普的理论点出了一个“最终结论，即有效率的投资组合就是股票市场本身，任何与市场风险程度相同的单一投资组合，都无法提供比市场整体更高的预期报酬。同样，单一投资组合的预期报酬与市场整体预期保持一致时，其承担的风险绝对比市场整体风险来得要高”。

换句话说，资本资产定价模式理论和马科维茨的效率前缘理论就投资组合风险和预期报酬的相关性有着相当一致的看法。两位学术界精英在10年内为投资组合风险和报酬之间的关系下了结论，这些结论被后世公认为是现代投资组合理论的核心思想。如果说马科维茨提出了风险与报酬相生相起的理论的话，那么夏普则对风险作了更深入的探讨，提出了更简便的衡量方法。

随着对现代投资组合理论的深入研究和探讨，很快学术界又出现了第三种理论——效率市场理论（efficient market theory），它的提出者是一位当时在美国芝加哥大学担任财务管理学课程的年轻助理教授尤金·法马（Eugene Fama）。

市场有效率吗

虽然已有许多著名学者提出过效率市场的观点，例如麻省理工学院著名的经济学家保罗·萨缪尔逊（Paul Samuelson），但法马还是被大家公认为对股票市场的行为分析提供了最完整、最精辟的理论的人。

法马从20世纪60年代早期就开始从事股票价格变动研究，他广泛阅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.



读和收集了当时研究股票市场行为的所有相关论著，其中尤对法国数学家贝努瓦·曼德尔布罗特（Benoit Mandelbrot）提出的碎形集合理论（Fractal Geometry）情有独钟。曼德尔布罗特的这一理论认为，股票价格波动不会一成不变，因此没有任何基本面研究或统计研究可以用来解释股价的波动；而且，股票价格波动没有规律的情形只会增加不会减少，从而产生出一些意料不到的大幅震荡。1963 年，法马题为“股票价格的波动行为”（*The Behaviour of Stock Prices*）的博士论文被《商业季刊》（*The Journal of Business*）刊出，并相继被《财务分析师期刊》（*The Financial Analyst Journal*）和《机构法人》（*The Institutional Investor*）杂志等媒体摘录。法马这位财务投资界的新人，很快就受到业界的高度关注，并成为焦点人物。

法马提出的概念简单而清楚，即由于市场过于有效率，股票价格的波动因此无法预先掌握。在有效率的市场里，各种信息流通自由，那些聪明的投资人（法马将这些人称为理性追求最大利润的人）积极运用信息作为买入卖出的依据，使股票价格随时都能有效率地呈现个别价值，其他没有掌握信息的投资人则无法从中获利。由于股票价格调整过于迅速，所以预估股票价格的未来走势在效率市场里毫无用武之地。

法马承认，现实环境无法实验他的效率市场理论，于是他采用了反证方法。他认为，如果有任何一个交易系统或操盘手能经常性地打败大盘指数，那么，这个市场显然就不是一个效率市场。但如果没有任何人能经常性打败大盘指数，我们就可以假设股票价格已随时在反映各种利多、利空消息，而这个市场就是一个效率市场。

虽然从 20 世纪 50—60 年代理论家和分析师早已开发出各种各样的思考模型，从而构建出了现代投资理论架构，但华尔街却一直不把它们当一回事。伯恩斯坦认为，这可能是因为运用投资组合作为投资策略在当时并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



不流行的缘故。但这种现象到了1974年第二次世界经济和金融危机后得到了完全改观。1973年和1974年的空头市场毋庸置疑地使投资人开始认真考虑学术界关于控制风险的新投资理论。几十年来盲目投资造成的创伤，已使每个人对任何风险都风声鹤唳。“一朝被蛇咬，十年怕井绳”。伯恩斯坦表示：“1974年的金融风暴让我深信，一定还有更好的投资理财方法。我试图说服自己不要理会那些学术界堆积出来的理论架构，因为我和许多同事也都认为大部分理论都是一派胡言，但由于知名大学的知名学者仍然推出各种粗制滥造的理论和模式，我们多多少少都被迫吸收这些理论。”

巴菲特：现代投资理论的一个异类

虽然巴菲特专注于经营刚取得主控权的伯克希尔公司，但他仍然对股票市场的变化保持高度的关注。在大部分专业投资人士认为1973年和1974年是不宜投资的时机，格雷厄姆的学生巴菲特却认为这段时间充满了投资机会，而且是最好的进入时机。

巴菲特曾在美国斯坦福大学法学院的演讲中描述他投资《华盛顿邮报》（*The Washington Post*）公司的理由，他说：“我们在1974年以美元8千万的代价买下了《华盛顿邮报》，如果你现在随便请100位研究员评估《华盛顿邮报》的价值，他们一定表示它大约值4亿美元。但我们却以8千万美元的成本买下当时市值仅约4千万美元的《华盛顿邮报》公司，按照倍他系数和其他的现代投资学理论，有人认为投资风险太大并且可能使该公司股票价格波动加剧。类似这种似是而非的理论，实在令我难以接受。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



收购《华盛顿邮报》的举动显示了巴菲特采取了和当时大部分投资专家相当不同的投资策略。同时，他也非常了解现代投资组合理论主要强调的三大基本主张：风险概念、分散风险的必要性和效率市场的存在。

让我们再复述一下前面曾提到过的现代投资组合理论，风险通常被定义为股票价格的波动性。但巴菲特认为，股票价格下跌是赚钱更多的好机会，因此股票价格越跌，就越是降低了巴菲特认为的投资风险。他认为，如果从投资人就是企业老板的角度看，取得股权的成本当然是越低越好，相对的风险也比较低，因此，他认为学术界对于风险的定义不但失真，而且导致人们的观念混乱。巴菲特本人对风险的定义是：投资行为导致轻微损失或重大损失的可能性。风险在于所投资的标的公司的内部价值是实质性增长还是本质性衰退，它与公司股票价格涨跌无关。他认为真正的风险在于"因投资行为而产生的税后净利是否超过原始投资金额加上按投资时利率水平计算的利息之和"。投资之所以可能导致轻微或重大损失，主要原因是误判了影响该投资是否获利的四个重要因素（见表1－1），另外可能的原因是受到其他无法掌握和预测的因素的影响，如税率和通货膨胀的变动等。

表1－1　好的投资标准

为了使原始投资的报酬最起码能还本，巴菲特鼓励投资人牢记四大标准
● 投资的标的公司未来长期的前景及能见度
● 投资标的公司经营管理能力的能见度，包括是否了解公司未来发展潜力和公司灵活运用现金流量的能力
● 投资标的公司经营者信用的可靠度，包括是否会让公司股东共享公司的获利，而不是只图利于自己
● 投资标的公司的内在价值



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

巴菲特认为，风险的大小也和投资人预计持股时间息息相关。如果你打算今天抢进股票明天就抛出持股的话，你就是在从事高风险交易行为。预测股票价格的短期涨跌，就像扔硬币看落下时哪一面朝上的赌注一样，你起码有一半会输的机会。但是如果你把持股时间拉长到数年之久，只要当初的投资合乎逻辑，投资风险就会大幅降低。巴菲特说："如果要我衡量今天早上买进可口可乐然后明天一大早就卖掉的风险有多高，我会认为这是一笔风险很高的投资。但是如果今早买进可口可乐了，然后持有十年之久，这样的投资可以算是无风险投资。"

巴菲特分散风险的策略是从他的风险概念里延伸出来的，但是他对分散风险的看法也和现代投资组合理论大不一样。现代投资组合理论认为，分散风险的最大好处是可以使组合内的个股波动性彼此抵消。但是如果你和巴菲特一样，都不在意股票价格短期的涨跌，那么你必须从相当不同的角度来看待投资组合对于分散风险的意义。巴菲特说："我们投资组合的策略和先前所提到的传统投资人的策略是不同的。有些人也许认为我们的投资风险要比传统投资组合风险高得多。但我们相信集中投资少数股票的投资组合实际上反而会降低风险。由于持股种类较少，我们可以更深入研究被投资公司的内部价值，相对减少投资人担心投资是否会亏损的次数，也同时降低了投资人对被投资公司经营本质和未来发展的不确定性预期。"简单地说，你越透彻了解标的公司的所有状况，你所承担的投资风险就越小。

巴菲特认为，其实分散风险对多数投资人而言是一种简单的避险手段。他们不希望因为任何利空消息造成股票价格的表现落后于大盘，所以干脆采取散弹式的广泛投资，以期与大盘齐涨共跌。许多不懂得如何真正衡量被投资公司价值的投资人很自然就采用了这种投资方式。其实，现代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资学理论主要是为那些不懂得真正投资的人提供一些保护自己避免资产缩水的方法，但是这种保护却要付出代价。巴菲特认为，现代投资学不过是教投资人如何运用数学的平均观念，但那是连小学五年级学生都知道的方法，这种学说其实没有多大实际意义。

如果现代投资理论学派的效率市场理论能成立的话，那么几乎不会有任何一个人的投资报酬率能够超越市场。就算有，也只是一种偶然，这种偶然性是无法经常性打败市场的。然而，巴菲特在过去30多年卓越的投资成绩却证明的确有人能长期打败市场。许多采取巴菲特投资策略的投资人，其成绩也表明能最终打败市场。这种现象到底说明了什么？效率市场理论是否还有用？效率市场理论的支持者似乎刻意忽略这些显而易见的矛盾现象，这些人不愿去拆穿效率市场理论被神化了的外衣，生怕破坏了自己一直坚持的信仰基础。效率市场理论无法自圆其说的原因可以大致归纳为以下几点：

- 投资人不见得都是理性的。根据效率市场理论，投资人运用所有信息作为投资参考，从而使股票价格维持在一个合理的水平上。但是许多行为心理学研究报告指出，投资人不见得都有理性的预期。
- 投资人就算获得所有信息，也不见得能够选择其中最正确的信息作为参考，他们常常用某些捷径来决定股票价格，而不是通过基本面分析公司的内部价值。
- 投资人习惯用短期的股票价格表现作为投资参考，这就是为什么他们的长期成绩无法战胜市场的原因。

其实，巴菲特对效率市场理论批评最激烈的一点就是，投资人根本无法通过股市的震荡分析所有股票的信息，更无法发现较有价格上涨空间的股票。“投资人只不过观察了股票价格在一段时间内的表现后，就骤下结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



论认为股票价格表现永远都是理性的，事实上这两者的关系常常是南辕北辙的。”尽管这样，大学商学院还是将效率市场理论进行传教式的教授。巴菲特觉得，这种教育只有反效果，因为这种教学对学生和投资人造成的伤害，已大到不是他和其他格雷厄姆的学生所能挽回弥补的了。如果能说服他们，使他们认识到效率市场理论是无用的理论，那么，对于他们，无论是在理财还是身心方面的正面影响恐怕都是深远的。但巴菲特又认为，从自私的观点看，应捐款支持学校将效率市场理论永远纳入商学院必读的教学内容，因为假如没有这一无知的理论，巴菲特赚大钱的机会反而会因此大大减少。

价值投资理论的崛起

今天的投资人正处于理财的十字路口，向左走可以通往现代投资学理论的大本营，那边的人认为投资人都是理性的，市场是有效率的，风险就是价格的波动，而唯一可以规避风险的方法就是广泛分散投资标的公司；而向右走则通往巴菲特学派的价值投资理论，这一理论和其他现代投资学理论不同的地方主要可以归纳为下列四点：

- 投资人是不理性的，他们常常深受股票可能下跌的恐惧和期望股票价格上扬的贪婪所影响。
- 市场不是有效率的，愿意学习研究的投资人完全有可能打败市场。
- 风险并非源自于价格波动，而是由企业本身的内在价值决定的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 最好的投资策略是把资金重押在少数获利前景最高的价值投资组合上，这种策略和那些把资金像撒胡椒面似地平均分散在多数股票的投资组合相当不同。

投资人在开始运用巴菲特所倡导的价值投资组合策略之前，必须先将自己脑海中已有的现代投资组合理论遗毒彻底洗涤干净。如果有越来越多的人因为采取巴菲特的投资策略而获利，人们就会渐渐地将其他的投资模式扔到一边。虽然目前仍有许多学术界的重量级大师认同现代投资学理论，但也请不要忘记，价值投资理论也经历了不少身经百战的投资大师们的代代相传，如凯恩斯、费雪、蒙哥、辛普森（Lou Simpson）、鲁安和巴菲特等。这里不妨听听格雷厄姆给他的学生们的衷心建议，他说："如果你和群众有不同的看法，你不见得是对的，但也不见得是错的。但是，当你的资料和逻辑推演是对的，你就不用害怕，你一定是对的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

2

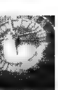
第二章

价值投资法则

被公认为当今世界价值投资之父的美国人本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham），首次在其1934年的原创性论文《证券分析》（*Security Analysis*）中提出评估价值原则之前，价值投资观念尚不存在。《证券分析》的写作时间是在1929—1933年的大空头市场之后，当时40多岁的格雷厄姆撰文的目的，只是想告诉投资人如何进行财务报表分析，如何评估一家公司在市场中的实际价值。他认为，事先不对公司前景进行评估即买进股票，简直就是愚不可及。

历史常常会和人开玩笑，今日被视为价值投资圣经的《证券分析》却是在一个股票投资市场无法无天的疯狂年代里问世的。在20世纪的前30年里，美国金融市场饱受人为炒作之害，而这种炒作通常都起因于某个投资人或银行家想要垄断某种证券价格以赚取个人利润。在美国国会通过严格的信息披露法案之前，上市公司很少对外公开它们的财务状况，就算披露，报告通常也是不完全可信的。原因是那个时候的会计法规宽松，疏漏之处甚多；内线交易猖獗且无法管理；上市公司不向市场投资人提供有助于了解公司业务的统计资料；市场信息流通缓慢，使得一般投资大众几乎难以明了每日的交易情况。在如此混乱的投资环境里，谣言大行其道，进而造成股价暴涨暴跌，当然也就全然没有什么价值投资可言。在格雷厄姆之前，可以说从未有人坐下来认真研究一套可用来分析上市公司的标准规范。如果有的话，也只是一些由学者拼凑出来的所谓内在价值（intrinsic value）概念，其粗糙的数学模式仅在银行界和学术界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



等一些小范围里流传，市场普通大众很少有知道这些概念的，当然也就无法分辨出什么是可投资的好股票，什么是不可投资的烂股票。

在撰写《证券分析》时，格雷厄姆并没有想到要配制出一帖能迅速致富的妙方来。但就在这本确立起他“价值投资之父”地位的书里，格雷厄姆把客观理性注入投资文化中。格雷厄姆认为，如果投资人购买资产时不预先评估其内部结构是极不理性的。他主张投资就像买一辆花费不菲的汽车一样，你先要踢踢轮胎，检查一下引擎，然后告诉车行，“这辆车我买下了”。踢轮胎看似一个简单的做法，却蕴涵着价值投资的精髓。在投资人买进股票时，好的研究可以导致好的判断，支付公平的价格才能获得优厚的利润。真正的价值投资人才是会紧盯着价格的，因为他们是绝不愿意以高于公司价值的价格来购进股票的。换言之，投资人要战胜市场，享受非凡的股票获利，就必须用低于股票价值的价格买进增长股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.



价值投资的几种评估法

我们这里所说的“价值”究竟指的是什么？在证券市场上，价值这个词已经被投资者用滥了。数以千万计的投资人和众多的基金经理都声称自己是“价值搜寻者”，但交易的记录却显示，他们中大部分人充其量只是一个市场股票交易员，他们寻求的只是哪一只股票暴涨能够增加获利的机会，对他们来说，价值成为缺乏严格纪律的一种符号。这里我们要为“价值”一词正名，给出在金融与法律意义上明确无误的价值定义：

公平市价（fair market value）。这是评估私人资产的一种标准，尤其是对诸如房地产这样一种资产进行评估时所采用的方法之一。简言之，公平市价可以理解为任何人愿意为这类资产所支付的价格。一般来说，以某一货币为定义单位。公平市价反映的是买方愿意提供，同时也是卖方愿意接受的金额。在买卖资产时，买卖双方会根据当地市场状况设定价格。例如，市场上相似的房屋售价在20万～22万元之间，那么现时正在买卖双方之间交易的房屋成交价就不会偏离这个价格区间太远。如果出现较大价差，邻近的公平市价也会相应出现新的标准。只要买卖双方愿意以市价成交，就意味着买卖双方已认可了这一公平市价。

投资价值（investment value）。公司的投资价值对所有投资人来说，其理解是不同的，因为不同的投资人对同一项资产的投资报酬率的目标是不同的。例如，现在有三位投资人都想购买市价50美元的宝洁公司（Procter & Gamble）的股票，其中第一位投资人希望保本，不愿接受价格滑落15%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

以上的风险；第二位期望年获利率20%，并愿意为达成该目标忍受较大的股价大幅震荡的风险；第三位则希望1年至少要有4%的股利收入。每位投资人都为该股票设定了不同的投资目标，他们也因此设定了不同的符合自身需要的特定买价。如果该股下跌15%，至42.5美元，那么第一位投资人就不会买这只股票。第二位投资人也不会买，除非它在1年里至少能涨到60美元，或在5年内能涨到124美元。但只要宝洁公司每年的股利高于2美元，第三位投资人就会坚决买进。由于每个投资人都有预设的不同的最小投资报酬率，因此他们对于宝洁公司价值的认识就自然会有不同的观点，每个人只会在自己预设的标准下买卖宝洁股票。

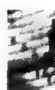
账面价值（book value）。这个价值标准是以会计核算为基础来测量公司净值的，也即反映股东权益的每股价值。许多价值型投资人士主要依靠此数值来寻找价值被低估的股票，他们所坚持的理由是公司的股价不会长期低于净值，迟早会涨到账面价值之上，管理层也会将所得利润回馈给股东。

清算价值（liquidation value）。此价值标准用以测量公司在出售所有资产，收回所有应收账款、付清所有账单和债务后还能收回多少金额。但需要注意的是，今年赢利的公司，未必就是未来也一定能赚钱而且不会倒闭的公司。清算价值在市场严重超卖某家公司股票，并因而产生令人无法抗拒的交易时，常常可以派上用场。

内在价值（actual value）。内在价值并非人的主观愿望，而是一个客观的概念。它表示评估员在对一家公司的财务状况进行分析后所评估出的公司价值，是一家公司的实际价值。如果所有投资人信息对称并且具有共同见解的话，那么他们愿意接受的售价即为内在价值。

在推算内在价值时，必须尽可能地让每股价格真实地反映公司资产、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.



公司预期收益、股利的价值和公司的销售与收益增长率等状况。价值型投资人所要寻找的即是市值跌破内在价值的股票，这类股票价格跌破内在价值越多，则该股票越便宜，其潜在利润就越高。

价值投资的简化原则

价值投资法则其实一点也不神秘。投资人不需要通过电脑指令或计量经济模型就能运用自如，也不需要具备工商企业管理学历就能掌握其精髓，这里需要的只是正确的性格和心态。即买进两三只长期获利高于平均市场水平的绩优股，然后耐心地持有 5 年、10 年甚至 20 年后，再去关注它们。20 年后，你看到的将是已经涨幅惊人的获利股。这里，我们把价值投资法则简化为以下一些主要原则。

原则一：逢低买进资产

逢低买进资产就如同消费者低价买进商品的道理一样。在消费观念上，一切耐用和非耐用的生活消费品，只要是价格下降，人们都会不约而同地认为商品正在变得“物有所值”，甚至“物超所值”了。在超级市场里，只要宣传今天某样（些）商品在降价，作为顾客的你的第一反应可能就是去买一些。如果你喜欢吃的快餐面，或孩子喜欢吃的麦当劳、肯德基之类的快餐店有特价品供应，你很可能会突然改变原来煮米饭的想法，而带着孩子一起去快餐店饱餐一顿，或在超市里买满满的几箱快餐面回来，以备不时之需。人们喜欢这么做的原因就是因为有一种渴望价值在起作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



用。消费者还有一个消费原则是，一旦某种商品的价格低于自我设定的公平价值，他也会去购买。比如，人们可能排斥24袋包装、标价为30元的蒙牛牛奶，然而一旦当价格大幅调降至20元时，他们很快就会在心中衡量出这一价格已进入自己所认定的价值区间内，因而会去踊跃购买。这也就是我们经常看到的市场抢购现象背后的真正原因了。

但在现实的股票市场里，可能是世界上唯一一处将消费基本原则倒行逆施的地方，在那里，追涨杀跌现象盛行，投资人都相信，股票价格上涨时要跟进，价格下跌时要杀出。媒体和市场分析师则更是给投资人“害怕跟不上”的心态推波助澜，他们要让投资人相信，如果现在不买进股票，价格只会越涨越高，以至于坐失了该波段上涨的良好时机。

价值投资法是股票市场中的唯一异类，它遵循的第一原则是逢低买进股票。这一投资原则和我们上述的消费原则其实并无二致。不论是购买超市里的商品，还是投资资本市场中的金块、外汇、债券和股票，都应该尽可能低价买进，使每1元的投资价值最大化。

当然，正确评估消费品的价值是一件困难的事，市场中没有几个顾客能计算出一瓶潘婷洗发露或一辆Polo汽车的真正价值。因为这些商品除了有有形的价值外，还有无形的价值。然而，评估一只普通股（common stock）就相对容易多了，因为它们的价值是可以非常准确地计算出来的。只要使用的计算工具得当，信息透明，投资人就可以计算出一家公司的真正价值，这就使得投资人在逢低买进时要比消费者决策购买一件商品的准确性更高。而且股票市场的价格随时都在变化，投资人有更多的低价买进公司股票的机会。如果某公司股票，每股价值只有10元，而现在的股价却在15元的高价位上，那就根本不值得投资人去理会它。除非股价跌至5～7元，甚至更低，投资人才会开始波段买入。价值投资人深信，股价被市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



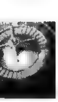
场低估的情形只是暂时的，总会有结束的时候，市场也早晚会发现这种价值被低估的股票，从而把低估的股价提高到一个合理的价位上来。逢低买进的理由很简单：增加潜在利润。未来获利与否，取决于买进股票而不是卖出股票的时候，卖出只是完成整个买卖的过程，并证实你先前的研究以及嗣后买进股票的决定是正确的。

原则二：塑造价值概念

投资人所要面对的最重要的一项工作就是如何评估购进资产的时机和价格是否最为恰当。由于大多数股票投资人都没有一套完整的评估资产的方法，他们也很少会在购买股票之前去评估公司的价值。他们买卖股票的决策完全依赖于 K 线图和技术指标，有的则是听报纸介绍的，或在电视的财经频道里听某位分析师的推荐。还有一些人买股票是由于看到公司股票分息、股利提高或股价在过去一两周内创出新高而匆忙购进。更离奇的是，还有不少投资人是有一天走在路上无意间听到两个人在说某只股票要大涨，才急于买进该只股票的。更令人颇为不解的是，很多投资人花在购物和整理房间上的时间都要比决定购买股票的时间长，殊不知后者的重要性显而易见远比前者大得多，但做功课的时间却如此之短。

投资若要成功，就必先做好充分的功课。俗话说：工欲善其事，必先利其器。20 世纪以来所有伟大的投资大师没有一个是以技术图表和凭空臆测来累积他们的财富的。可以说，他们今天的成就，最主要的还是归功于他们在投资前所做的分析研究工作。在持有一家公司股票之前，他们必然会去了解有关这家公司的所有运营和财务状况，包括其经营的产业环境、公司潜力，最后再根据评估结果制定出是否要买进股票的可行性企划来。如果不这样做，而盲目投资，其结果无异于掷骰子一般，一旦把投机引入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



到整个投资交易过程，尽管买进的股票偶尔也能大捞一把，但这种获利只能算是运气，而不能称为价值投资的结果。

评估一家公司时，我们的要求可以很严格，也可以很宽松。据说，巴菲特能在20分钟内即可知道他所研究的公司是否值得投资。他所使用的投资方法相当严格，平均每100家公司中有99家即在短时间内被淘汰出局。但一旦瞄准上了几个潜在的投资机会，巴菲特可能就会花上几天甚至几个星期的时间来进行详细调研，以证明自己先前的直觉。有关巴菲特的评估法则，我们会在以后的章节中大量涉及。

现在，巴菲特的价值投资方法已逐渐为世界上大多数的成功投资人士所采用。他们会去全面评估一家公司，并在买进前就已评估好股票价值。这些伟大的投资人再也不会盲目投资，也不用臆测来贸然处理投资问题。买进前先评估公司，至少有以下三个优点：

- 能使交易保持连贯、一致性。很少有投资人会在买入股票时即设下严格的买卖门槛，因而他们的交易决策的结果常常是亏损。如果不考虑股票的内在价值而贸然买进，投资人很可能暴露在许多风险之下，其中之一就是以过高的价格买进了公司股票。

- 有助于保护自己的投资策略。对投资人而言，清晰买进股票的原因是十分重要的。那些无法向自己证明有正当买进理由的人，一定是不理性的进场买卖者。他们习惯于提前抛出所持的股票，或忽略公司的潜在问题而长期抱着一只股票不放。更糟糕的是，他们不会从错误中汲取教训，以致在买卖交易时不断地重蹈覆辙。

- 能让投资人事先确定投资报酬率的标准。如果事先不能确定预期的获利标准，就应该避免买进股票。不要因为股票未来几年可能上涨一点点的原因就买进，而是要为未来2年可能上涨50%，5年上涨100%，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



15 年能涨 1000%，才果断作出投资决定。一旦目标设定，就要尽可能坚持到底。如果你确信某只股票被高估了 50%，你就不应该期望未来几年能有战胜大盘的获利，反而你可能还会出现亏损。

采用价值投资法并非在任何时候都是万无一失的，但有一点是完全可以肯定的，那就是用这种方法可以防止抢进被高估但潜在投资报酬率不高的股票。在美国克林顿总统执政期间的财政部长鲁宾（Robert Rubin）曾说过这样一句话："时机好的时候，人们在评估证券价值时并不会太严苛……不论最后的结果是什么，投资股票严格一点总是适当的。"

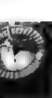
原则三：利用"安全边际"避免损失

任何一个投资者都无法避免因股市周期处于低谷时带来的亏损，但是价值投资法却可以让投资者将亏损降到最低点。只要能使亏损最小化，投资者就能获得跑赢大盘的报酬率。事实上，各种研究都证明，在相对于市场水平较低的价格位置买进股票，假以时日都能获得优异的报酬率。

但是多低的股价才算便宜，却没有一个明确的标准。如果你对自己的评估方法有绝对的信心，只要股价低于你所认定的公平价值时就可买进。但为了安全起见，可以给自己设一个缓冲价格，其区间越大越好，格雷厄姆于 1949 年著文时称这种缓冲价格为投资人的"安全边际"（margin of safety）。

如果公司每股价值 15 元，投资人就绝不应该在价格跌到 14 元时就迫不及待地抢进股票，这种策略唯有在投资人的评估完全准确时才管用。投资人应该给自己预留足够宽的错误边际，以此来弥补分析研究上可能存在的不足。获利最大化的关键就在于善加利用股价大幅跌破公平价值后的机会才最后买进。格雷厄姆指出，在购进的事实出现后，投资人很容易为自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



己买进价格超出价值的股票寻找一个合理借口。但是这些理由通常是很主观的，反映了投资者绝不认错的心态。所以，正确投资的关键就是要为自己可能犯的错误预留足够的空间。格雷厄姆说："或许大多数投资客在试手气时都相信他们会获利，因此他们可以声称在获利上预留了'安全边际'。每个人都认为自己买进股票的时机是非常合理的，或者认为他的技术总是优于一般大众，甚至他所聘用的投资顾问和使用的系统都十分可靠。但是诸如此类的说法却无法令人信服，因为他们依赖的是自身的主观判断，是没有获得足够证据支持的，也缺乏实在的理论根据。如果有人以自己认定的涨跌走势拿钱下注，我们就相当怀疑他是否有任何可称得上'安全边际'的保障。说句实在话，投资人相信安全边际，大多是源于简单、明确且所谓来自于统计资料的算术推论，其实这是十分危险的。"

原则四：采取"待售"观点

格雷厄姆曾说，将投资当成是做生意，才是最有智慧的。做生意，就要严格遵循健全的市场和商业法则，只有这时，投资才是没有激情的。笔者作为一个新的投资经理人，采用格雷厄姆和巴菲特的投资原则，一直建议投资人和客户应把投资当成是角色互动的游戏。他们应扮演成企业主的角色，确切地知道公司是否真如报价一样值钱。笔者认为，过分关注股价上下波动反而会忽略对公司内在质地的关注。套用格雷厄姆的话来说："这是十分令人难以置信的事实，华尔街从来不曾问过'这家公司到底值多少钱?'"然而，这才是买股票时首先要弄清楚的问题。如果某商人被要求以1万美元买下某家公司5%股权，那么他心中应该盘算如果买下整家公司，就需要付出20倍的价钱，也就是20万美元。那么，20万美元，相对于1万美元来说，就是一个天文数字，投资人就势必考虑以此价格买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



这家公司是否值得的问题。

用此放大效应的方法来评估一家公司，无疑将有助于研判出对于这家公司的分析观点，价值评估才会真正落到实处。当然，价值评估不会以公司股价的单日随机波动来作为依据的。

原则五：坚持到底

100 多年来，有关警告投资人不做短线投资的书汗牛充栋，这类书中也不乏给投资人买进股票后长期抱牢的策略建议，教导投资人不要理会每季营收、每日头条新闻，应着眼于大局。20 世纪初，在美国，也有许多人告诫投资人不要抢进高估的银行股票，但无人理会。到了 20 年代末期，投资人把所有的忠告一概抛到脑后，把股价寄望在公司未来的利好消息上。笔者曾在股市上见过太多的投资人把理智扔在一边，疯狂地买进股票，仅仅是因为此家公司刚刚宣布了要重组的消息，或者仅仅是朦朦胧胧的消息，而不管这种重组的实质内容究竟是什么，是不是为了拉高出货。笔者也见过年迈的投资人从退休金存款里拿出 5 万元、10 万元，甚至更多的钱买进一些连公司名称都念不出来的股票，更不要说对公司质地的了解了。更多的草根投资人则只是根据每天成交量的形态来进行股票买卖。有的人还随身带着股票机，生怕自己错失了“良机”。

基金或证券也喜欢推出各种各样的股票组合，新方法、新系统、新预测软件层出不穷，迫使投资人身不由己地参与其中。但是这些被耍弄的投资人就是不知道，股市中唯一被证明有效的就是只考虑所投资的标的公司的真实表现。任何新闻事件只会促使股价短期起伏不定，但改变不了股价的长期走势，因为公司的价值增长与否最终决定了股价的走势。研究也一再表明，只有计算出公司真正的价值并在该价格以下果断买进，投资人才



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

能战胜市场。

以价值为基础的投资方法的迷人之处就在于：在低于公司真实价值的价位买进股票，不论利率高低、经济盛衰、货币强弱如何，不为一时的经济震荡所动摇，坚持自己的信念，必有惊人的回报。就如同巴伯森（Roger Babson）曾经说过的："许多投资方法都在运用一段时间后相继失效，但只有价值投资法是唯一值得一提再提的，因此这种方法被看成是最为稳妥可靠的。"

原则六：反向操作

就在华尔街投资经理人每天梦想着赚进大笔财富的时候，价值投资学派的投资大师们如巴菲特、史柯劳斯、嘉伯礼、普赖斯、内夫、坦普尔顿等却在善加利用价格被低估的资产，他们从别人愚蠢地抛售股票中发现获利的价值，以远低于真实价值的价格大笔买进股票。20 世纪 50 年代，巴菲特操作无人问津的股票，且以三四倍本益比的股价大进大出；传奇基金经理人内夫在市场无情地抛售克莱斯勒和花旗银行股票时却大量买进；彼得·林奇（Peter Lynch）则买进所有同行不屑一顾的消费性产品股票，从此使麦哲伦基金（Magellan Fund）成为传奇神话。

所以，要想成为一个成功的价值型投资人，不管别人怎么看，必须坚持自己既定的投资原则，坚守对于一家经过自己认真研究的投资标的公司的立场和看法。詹姆斯·戈德史密斯（James Goldsmith）曾说："如果你看到花车才想到要去加入游行行列，那就未免太晚了。"如果投资人在 1996 年的美国最新一波的自酿制啤酒投资狂潮达到巅峰时才想到加入投资人的行列，那么在往后 3 年间他们一定会惨遭巨额亏损。如果投资人听从了分析师在 1995 年提出的忽略掉主要零售业股的建议的话，那么，1996—1997

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



年引发的有史以来该产业最大的一波行情将被错失。同样，1995 年，数以百万计的投资人在市场上横扫网络股和半导体股，结果却眼睁睁地看着被炒高的该类股票的股价又被打回原形，从而经历的只是一场纸上富贵的美梦。

然而反向操作的投资人并非是机械式地逆势而为，为反对而反对比暗流还要危险。股票市场对于公司股价判断正确与否的概率几乎是一样的，因此投资人唯一能与市场大众反向操作的状况应为：（1）股票市场对于事件的心理反应似乎已到了疯狂的极致；（2）对于公司财务资料的分析大家都错了。尤其需要注意的是，当缺乏足够的证据支持时，千万不要与市场对立。

原则七：忽略市场

股市中的芸芸众生若不为媒体信息而左右实在难能可贵。而这正是成功投资人的重要个性特征。这样说并不是说他们不需要关心信息，而是说他们要关心的焦点应聚合在公司长期发展潜力上而不是下个月或下一季度会发生什么事上。本书想努力提供给投资人的最好建议是，不要轻易听信经纪人、经济学家、分析师、市场策略师和新闻媒体的话，因为这些所谓“专家”只会蒙蔽你的决策力。你要做的唯一重要的事情就是：当发现市场中有低于价值的股票时，便大胆买进，绝不为当前的市场局势而犹豫动摇。投资人应学会分辨信息真伪，而不是将精力徒劳无益地耗费在利率、通货膨胀、市场“脉动”、最新失业率报告，或是什么指数平均线上，这些事件与一家公司是否具备令人难以抗拒的高价值毫无关系。决定价值最有力的要素就在于重视人人都可得到的公司财务报表，以及公司在市场上的长期表现，这较之经济学家、分析师等能告诉你的要重要很多倍。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

同样，市场行情与公司真正的价值也毫不相干，唯一决定价值的只能是公司的获利表现，而不是市场期望给这个表现定价的方法。不论大盘指数上涨或下跌可能带来什么样的震荡，都不应该成为投资人作出买卖决定的依据。在股市中，有太多的投资人因为总是在寻觅进场时机，结果反而迷失了自己。投资人也因为所谓的市场专家“不要买进”的建议而错失了买进好公司股票的最佳时机。更糟的是，有些投资人依照每天市场股票的跌幅来决定自身的买卖与否，并设了所谓的止损点，但你又怎么能够知道这只股票跌到何时才为“跌无可跌”，此时的止损点又有什么意义呢？总之，只要公司的价值仍然比投资人所买进时的价格高，就应该坚决忽略市场中其他投资人的反应。

印证价值投资法

由于价值投资法目前还没有非常精确的标准定义，因此很难以量化的形式来表明这种方法突出的优越性。例如价值基金经理人（注）在评估某一公司时，一般都是依据不同的财务数据组合，通过本益比、股价账面价值比（price－to book，P/B）、价格销售比（procprice－to－sales，P/S）与股利收益率（dividend yield）等一些指标比率来体现价值投资法的优点。对用这些比率作为投资依据的投资人的成果研究表明，使用价值投资法确有成效。

格雷厄姆的净流动资产法

格雷厄姆是最早通过分析公司的一般特质来分析股票从而获利的人之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



一。20世纪30年代初，他发展出所谓的“净流动资产法”（net current asset approach）。这个方法要求买进的股票价格必须低于该公司流动资产（营运资产减去负债）的66%。（注：美元的66%，也即低于每股3.3美元，格雷厄姆就会买进这家公司的股票。此后20年里，格雷厄姆一直使用这个方法管理私人户头资金。他的研究显示，在30年间以这个方法买进股价低于净流动资产的股票，每年的获利率约为20%，远远超过大盘的获利率。）例如，一家公司的流动资产为每股20美元，流动负债为每股15美元，那么净流动资产为每股5美元（20－15＝5）。如果该股价低于5是指以价值投资法为操盘策略的基金经理。

50年后，纽约州立大学财经副教授亨利·奥本海默（Henry Oppenheimer）于1986年重新检验格雷厄姆理论，发现它仍适用于现代。奥本海默发现，如果买进股价为净流动资产66%的股票，自1971—1983年的总获利率为29.4%。相比之下，纽约和美国证券交易所的股票指数在同期只上涨了11.5%。奥本海默的研究是以投资人每年依净流动资产66%这个比率买进股票，并于一年后卖出为假设前提的。为何股价和资产负债表上的流动资产之间的神奇关系能够成立呢？在后来的研究中，位于纽约的特里布朗公司发现，公司以低于净流动资产的比率出售股票，其股价容易出现比市场实际估计有“更大的折价”。换句话说，市场已把该股票的股价打压到比拍卖资产还低的价位。这对于一家尚在经营的公司是不切实际的评估，在这种情况下，股价的上升便指日可待了。

三一投资管理公司1995年的研究

另一家以价值型为导向的资金管理公司——三一投资管理公司（Trinity Investment Management）发现，股票如果具备低本益比、低股价账面价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



值比、高股利收益率等特性，就能够持续领先于市场平均值。他们在一项研究中构造了一个假设的投资组合，挑选出标准普尔 500 指数中本益比最低的那 30% 公司，并追踪其长达 14 年的获利表现。每季末该投资组合会重新洗牌，剔除高本益比股票，代之以一些新的低本益比股票。该股票组合在这段期间的年平均获利为 17.5%，而同期标准普尔 500 指数为 13.3%。若这 14 年间投资 1 万美元于标准普尔 500 指数，将可获利 5.74 万美元；但如果以同等金额投资于低本益比的投资组合，则可获利达 9.56 万美元。

第二项研究是标准普尔 500 指数中股利收益率最高的 30% 股票的投资组合。这次购买的是每季股利收益率最高的 30% 的股票，并追踪其至 1997 年 12 月止长达 14 年的获利表现，结果获利 18.3%，比大盘多了 5 个百分点。于是，三一投资管理公司综合本益比、股价账面价值比、股利收益率三项要素建立投资组合，也即运用这三项比率组合来挑选标准普尔 500 指数股票，结果获利又再创新高。根据这些比率挑选的标准普尔 500 指数股票，于 1980—1994 年间股价平均上涨了 20.1%，每年比市场高 6.8 个百分点。

如果能有这样的获利结果，为何基金经理人不用这些比率多买些股票呢？我们分析原因有以下几点：一是大部分基金经理人永远也不会承认自己选股可以简化到这么单纯的概念，否则无异于承认自己手里的“高级情报”只不过是不具任何附加值的废纸。二是基金经理人被迫必须选择能够在最短时间里产生获利结果的股票，否则他们将争取不到更多的客户，他们就没有业绩，连自己的饭碗都难保。相反，选择价值股则必须要有长抱不放的耐心。尽管事实已证明价值投资有长期的优越性，但在多头市场时，价值投资的缓慢成果是一般人难以接受的，因为在多头市场，最能获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

得市场关注的是一天即能涨百分之几的增长股。三是能符合三一投资管理公司选股标准的股票，都集中在少数几个产业上。如果投资人在1996年或1997年选择了低本益比、低股价账面价值比、高股利收益率的个股，其投资组合必然涵盖保险和银行股、石油和瓦斯合伙企业、房地产投资信托，以及电力公用事业的股票。而这对大多数基金经理人来说是很难做到的，原因是他们无法说服投资客户安心地拥有集中度如此高的投资组合。

三一投资管理公司把同样的研究应用在股票市场的其他类股上，例如小盘股、中盘股和其他非标准普尔500指数的公司上，并比较26年来持股期间的获利情况，结果也是一样，即价值型导向的股票能连续战胜市场获利。我们在表2－1中归纳了三一投资管理公司的这一重要研究结果。

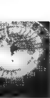
表2－1 价值股指数和增长股指数的比较（1969—1994年）

	标准普尔500指数	价值股	增长股	差距
标准普尔500指数	10.1	11.4	9.2	2.2
1000股指数	10.1	11.4	8.7	2.7
大盘股	10.1	10.4	8.8	1.6
中盘股	10.1	12.1	8.4	3.7
小盘股	10.1	13.3	6.4	6.9

资料来源：AIIM，1995，Proceedings.

三一投资管理公司总裁考尔德伍德（Stanford Calderwood）对这种差异作了进一步解释。他说，过去70年来，股利所得大约占到投资人年获利的一半。由于许多价值投资策略强调股利，所以价值型导向的经理人不必承担巨大压力去追求资本利得（capital gains），也即股票价差。而相反，增长型导向的经理人若不希望借助股利提高年获利率，那就只能依赖市场行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



情和挑选热门股。如果市场一年上扬9%，价值型经理人购买的股票获利为4.5%，他只需要每股平均再有4.5%的增长就可以达到目标了。而增长型经理人避开发放股利的股票，他所要赚取的资本利得平均高出价值型经理人的2倍。此外，增长型投资人由于必须依赖估计和预测，所以很可能反而妨碍了他们的获利；而在这方面，价值型投资人没有后顾之忧。

考尔德伍德总结道："价值型经理人很少依赖不确定的未来，而增长型经理人所使用的信息大都是来自预测。证据显示，预测往往并不可靠。价值投资法的焦点在于已知的基本面，它关注的是当前价值，即低于市场的本益比、股价账面价值比和高于市场的股利收益率。价值股的主导要素是有合理、正确的记录数据。而增长型投资人关心的是利好的预期，即预估短期和长期股价是否会大幅上涨，他们依赖于对市场和整个大盘局面的预测，但研究表明，这种收益预测常常不准确。"

德曼：购买各类股中低价股

1996年，德曼价值管理公司（Dreman Value Management）总裁兼市场策略师德曼在进行一项研究中假设，如果测试投资人股票篮子中的低价股，是否依然能获得比市场更多的获利？他的这个项目的研究范围涵盖了整个股票市场。研究结果表明，买进最低财务比率的股票同样可以战胜市场。德曼发现，在其他类股中也有同样现象，即如果你买进本益比最低的零售商类股，其获利会远超过高股价的同类股所能达到的获利水平。德曼测量了1500家公司、44种类股在25年间的获利表现（见表2－2），其中本益比最低的20%的公司，其获利大幅超过最高本益比的公司，并跑赢市场。到1996年12月31日为止的过去25年间，本益比最低的20%的公司，平均年获利率17.7%，而市场平均年获利率为15.3%。相反，如果你买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

的是类股中本益比最高的公司，那么你的年获利仅为12.2%。17.7%和12.2%间的复利差异是惊人的。投资人如果以1万美元作为初始投入，买进低本益比股票，25年后大概可以累积57.2万美元；而如果购买高本益比股票，1万美元就只能变成28.9万美元。

表2-2 德曼对低本益比股票的研究

	包含工业	整体市场	空头市场季盈余
最低本益比	18.0	18.8	-6.3
最高本益比	12.4	12.5	-8.6
市场平均值	15.1	15.1	-7.2

资料来源：Forbers，1996年9月23日。

同样重要的是，德曼也发现了持有低本益比股票在股票市场萧条时的突出优点，即当大盘下跌时，本益比最低的股票平均只下跌6.3%，而高本益比股票平均下跌8.6%，多跌了37%。根据德曼观点，盈亏的底线是运用好低本益比策略，除了单纯地买进市场中最便宜的那20%股票外，也可以买进各类股中低本益比股票，以分散风险。同时，采用这两种做法具有更大的优势在于，一旦市场上突发意外时，不会伤害到你的投资或者伤害不大。

德曼同时指出，投资低本益比股票的间接优点是，你可以分散投资于各类股票，并依然能战胜大盘。

奥肖西斯的“有效方法”

如果在美国数十年来推崇价值投资法的诸多文献都不足以说服投资人的话，那么基金经理人肖内西（James O Shaughnessy）1997年发表的论文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



总算达到了这一目的。肖内西不辞辛劳地分析了上百家上市公司1950—1994年的表现，希冀找到能够真正持续获利战胜市场的财务因素。由于分析跨度长达44年之久，肖内西把增长股和价值股表现优于大盘的几个时期作了连接，通过这一方法来消除研究时潜在的偏见。例如增长股在20世纪60年代和80年代末期的表现出奇地好，而价值股则在20世纪70年代和80年代初期表现得更好。肖内西当时研究的初衷并非是要证明哪一种方法更优越，却意外地发现了一个寓意深远的结果。

如同以前其他研究人员所研究的一样，肖内西发现买进低本益比、低股价账面价值比、低价格销售比的股票（价值型基金经理人最常采用的三项比率），其获利定能战胜市场。肖内西的研究彻底推翻了效率市场（efficient market）概念。效率市场认为，投资市场中没有一个投资人或投资机构的策略能够长期战胜市场。肖内西写道：“市场并没有遵循随机理论，即效率市场理论。大量的事实表明，市场不断明确地回报特定属性的股票（例如低价格销售比的股票），也不断明确地惩罚拥有其他属性的股票（如高价格销售比的股票）。”

肖内西在买进股票前首先以本益比来测试预期获利。他假定投资人每年买进具有最高和最低本益比的股票各50只，并随公司价值的改变调整投资组合。其结果是，他发现低本益比股票和整体市场获利表现几乎没有差异。但如果购买大盘股，低本益比股票的表现则有相当大的不同。1952—1994年，大盘股平均年获利12.6%，而低本益比股票比大盘股获利高达15.5%。若以复利计算，43年下来两者之间2.9个百分点的差异可以让投资组合获利扩大3倍。相反，若买进50只最高本益比的大盘股，其年获利率仅为11.4%。

若再依照股价账面价值比、股价现金流量比、价格销售比等比率来综

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

合选股，则获利更佳。投资人通常都能大幅度地战胜大盘，一般都有 2 个百分点的差异甚至更高（见表 2－3）。肖内西发现差异最大的时候是在公司股价呈低价格销售比时买进。一个由最低价格销售比的 50 家公司所组成的投资组合，在 43 年间每年年获利率为 18.9%；相比之下，若不考虑价格销售比，年获利率是 14.6%。如果我们以 1 万美元为本金，在 43 年里，买进低价格销售比公司的股票累积下来的复利惊人（见表 2－4）。肖内西的发现，简单来说，就是低比率导致高获利，高比率买进股票则会带来低获利。

表 2－3　1 万美元买进低价格销售比股票的复利结果

单位：美元

年期	所有股票为 14.6%	低价格销售比股票为 18.9%
1	11460	11890
5	19766	23763
10	39070	56470
15	77227	134192
20	152648	318887
25	301728	757786
30	596401	1800759
35	1178858	4279223
40	2330154	10168905
41	2670357	12090828
42	3060229	14375994
43	3507023	17093057

资料来源：《华尔街制胜秘诀》。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

表2－4 各项比率和获利比较（1952—1994年的平均年获利）

单位：%

所有股票	14.6
最低股价账面价值比的50只股票	17.5
最高股价账面价值比的50只股票	11.9
最低股价账面价值比的50只大盘股票	16.3
最高股价账面价值比的50只大盘股票	12.3
最低股价现金流量比的50只股票	17.1
最高股价现金流量比的50只股票	10.8
最低股价现金流量比的50只大盘股票	16.5
最高股价现金流量比的50只大盘股票	12.0
最低股价销售比的50只股票	18.9
最高股价销售比的50只股票	8.2
最低股价销售比的50只大盘股票	15.7
最高股价销售比的50只大盘股票	11.0

资料来源：《华尔街制胜秘诀》。

普赖斯的攻击性价值投资法

自1974年毕业于美国俄克拉荷马大学后，普赖斯就职于马克思·海因（Max Heine）成立的海因股票型基金（Heine's Mutual Shares Fund）公司。他和海因很快就发展出一套完整挖掘价值被低估公司的方法，并以收购方式清算拍卖的公司来快速获利。数年后，尽管普赖斯的选股方向渐渐转向流动性好的大盘股，但是他依然把目标锁定在价值被大幅低估的公司上。普赖斯的作风相当冷酷无情，由于同时管理着好几个基金，他会集中于个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



别公司的股票大量购进，然后强迫该公司管理层进行他认为能推升股价的改革。1995年，由于他的幕后操纵，大通银行和华友银行（Chemical Bank）被迫合并。稍后，他还对阳光束电器公司（Sunbeam）和道琼斯管理层采取了类似侵略性但最终是有利的做法，当按照他的要求撤换了这两家公司的高级经理人后，股价随即上涨。

在其基金规模不大时，普赖斯将焦点只是集中在小盘的、被低估的公司和垃圾债券（junk bonds）上，然而到了20世纪90年代中期，随着资金的涌入，他便开始将更多的资金转入成交量更大的大盘股上，如通用汽车、阳光束、摩里斯、道琼以及麦克唐纳·道格拉斯航空公司（McDonnell Douglas）等。1990—1997年的8年间，他的旗舰基金——共同股票Z（Mutual Shares Z）基金绩效几乎超越了所有其他的基金经理人（见表2－5）。

表2－5　首席价值基金经理的操作业绩

单位:%

基金名称	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
普赖斯	-9.8	21.0	21.3	21.0	4.6	29.1	20.8	26.4
嘉伯礼	-5.8	18.1	14.9	21.8	-0.2	24.9	13.4	38.1
雪弗	-10.1	40.9	18.7	24.0	-4.3	34.2	23.2	29.2
鲁安	-3.8	40.0	9.4	10.8	3.3	41.4	21.7	42.3
内夫	-15.5	28.6	16.5	19.4	-0.1	30.2	-	-
标准普尔500	-3.1	30.5	7.6	10.1	1.3	37.5	23.0	33.4

资料来源：晨星公司（Morningstar Inc.），1998年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



内夫的“哀愁价值”法

内夫曾领导目前已成为美国先锋集团（Vanguard Family）一部分的温莎基金（Windsor Fund）长达31年，并在他1995年12月退休前，该基金成为全美表现最优异的基金之一。在这31年间，温莎基金战胜了标准普尔500指数达21次，其平均年获利率为13.7%，而同期指数为10.6%。内夫不修边幅的生活作风体现出他出身俄亥俄州的背景，他轻视华尔街像拼命三郎似地买卖股票的方法。他把资金集中在被他称之为“乏味与哀愁”的公司上，也就是没人注意、经理人不疼、媒体不爱的公司上。

内夫在托莱多大学（Toledo）求学时，学习并接受了格雷厄姆的价值投资法则，从此再也没有背离过大师的教诲。他继承了格雷厄姆法则，买进公司股利高于市场平均水平的股票，以寻求确定的利润。这个策略反映了他的稳健保守的特点，并使他较不依赖多头市场和资本利得来保持优异的获利。在其任职基金经理人期间，基金获利约有40%是来自股利。师承格雷厄姆，内夫也很重视公司的资产负债表（如债务水平、流动性、资产报酬率等），而且不论市况或公司增长率如何，他都不愿意买进高本益比的股票，却在20世纪80年代，当汽车、航空和银行股穷困潦倒时，他大笔买进。内夫拥有过人的耐心，不为任何诱惑所动，只要他认准了这是一只好股票，他便会抱住不放，及至市场将公司股票推升到一个他认为公平的价格时才卖出。

嘉伯礼的“分离价值”法

位于纽约的嘉伯礼资产管理公司（Gabelli Asset Management）的创办人——嘉伯礼，是一位坦率的人，也是业界公认的精明的企业评估员。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



项特质源于他早期曾任职汽车零件和广播界的产业分析师。广播业依然是他的专业领域，嘉伯礼不排斥旗下的基金买进媒体、广播和具有利基市场的电话服务公司。嘉伯礼是一个脚踏实地的分析师，他以公司未来的现金流量状况作为评估公司的基础，然后再判断未来几年该股票是否能涨到符合现金流量价值的水平。他的投资风格既结合了几项价值投资法的特点，同时也格外重视上市公司管理层的素质和其他一些无形的因素。

嘉伯礼精于分离分析法（break - up analysis approach），他以公司主要部门的单独售价作为评估公司价值的基础，试图找出能在两年内获利50%的公司股票。他同时习惯于持股至少两年的方法，好让市场有足够的时间重新确定公司的股价。格雷厄姆和其他早期价值型投资人极度依赖年度报告，并懂得如何避开谣言，而嘉伯礼在这方面则更加出名，在投资前他会尽其所能地收集公司和相关产业方面的全部信息。

施洛斯的“斯巴坦式投资”法

纽约的基金经理人沃尔特·施洛斯（Walter Schloss）兼具格雷厄姆清教徒式的分析方式和巴菲特式的作风于一体，他创造了40年来在所有投资人中最好的操作业绩记录。从曼哈顿一间小办公室起家，现年81岁的施洛斯和他的儿子埃德温（Edwin）自20世纪50年代以来持续战胜股票市场，他们所使用的只是最基本的交易工具，那就是上市公司的年报。他们的骄人业绩表明，要规避风险而不被信息误导的最好办法，就是仔细研读上市公司年报。如此做了，即便是小额投资人也能战胜市场。

施洛斯恪守格雷厄姆法则，买进股价低于账面价值的公司股票，并持有股票到市场发现错误为止。施洛斯认为，投资成功的关键在于适当地评估公司资产，不为表面漂亮好看的数字所迷惑，注意探究数字之间的相互

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

关系。因为经过某些会计调整，公司业绩可以轻易地改头换面。如同格雷厄姆不相信获利预估的一样，施洛斯在投资之前会绝对避免和公司联络。

尽管20世纪70年代是有史以来股票市场最不景气的时期，但施洛斯惊人的操作成绩仍使他成为20世纪最杰出的基金经理人之一。直到1997年为止，施洛斯的基金复合年利率为20%，而同期市场则为11%。施洛斯父子以合伙方式经营基金，收取获利的25%作为管理费，但在赔钱的时候是不向投资人收费的。表2－6显示他们不含管理费的年度成绩。

表2－6 沃尔特和埃德温·施洛斯股份有限公司
（Walter & Edwin Schloss Ltd）的业绩

单位：%

年度	获利率	标准普尔500指数	差距	年度	获利率	标准普尔500指数	差距
1956	5.1	6.6	－1.5	1977	25.8	－7.2	33.0
1957	－4.7	－10.8	6.1	1978	36.6	6.6	30.0
1958	42.1	43.4	－1.3	1979	29.8	18.4	11.4
1959	17.5	12.0	5.5	1980	23.3	32.4	－9.1
1960	7.0	0.5	6.5	1981	18.4	－4.9	23.3
1961	21.6	26.9	－5.3	1982	24.1	21.4	2.7
1962	8.3	－8.7	17.0	1983	38.4	22.5	15.9
1963	15.1	22.8	－7.7	1984	6.3	6.3	0.0
1964	17.1	16.5	0.6	1985	19.5	32.2	－12.7
1965	26.8	12.5	14.3	1986	11.9	18.5	－6.6
1966	0.5	－10.1	10.6	1987	20.2	5.2	15.0
1967	25.8	24.0	1.8	1988	29.8	16.8	13.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



续表

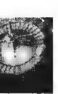
年度	获利率	标准普尔500指数	差距	年度	获利率	标准普尔500指数	差距
1968	26.6	11.1	15.5	1989	2.2	31.5	-29.3
1969	-9.0	-8.5	-0.5	1990	-12.8	-3.2	-9.6
1970	-8.2	4.0	-12.2	1991	31.1	30.4	0.7
1971	25.5	14.3	11.2	1992	9.2	7.7	1.5
1972	11.6	19.0	-7.4	1993	20.2	9.9	10.3
1973	-8.0	-14.7	6.7	1994	11.4	1.3	10.1
1974	-6.2	-26.5	20.3	1995	21.2	37.5	-16.3
1975	42.7	37.2	5.5	1996	16.6	23.0	-6.4
1976	29.4	23.8	5.6	1997	22.6	33.4	-10.8

资料来源：《华尔街制胜秘诀》。

多头市场价值投资有用吗

尽管压倒性证据表明价值投资法则战胜市场是完全可以做到的，可是许多华尔街分析师和学院派人物至今仍不相信。尤其是在一个多头市场里，股票齐涨，加上电脑获取信息又十分快捷和方便，价值投资法则似乎已失去效用。果真如此吗？我们的回答是否定的。我们认为，德曼、肖内西等投资大师所发现的法则依然存在。为了证明价值投资方法依然有效，我们测试了美国证券史上最强劲的多头市场中，即 1994 年 11 月至 1997 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



年中这段期间的股票表现，结果发现了十分类似于肖内西在20世纪50年代初以来所发现的结果。

20世纪90年代中期，数百篇文章都曾预言价值投资法则的末日即将到来，并鼓吹增长学派和动能学派的投资方法。然而，从1994年年底到1997年年中这段时间，美国股票市场上表现最好的股票仍然是那些低本益比、低股价账面价值比和低价格销售比的股票。

1994年12月，美国股市开始了为期3年的多头上扬行情。我们持续追踪一直到1997年6月1日为止的股票表现，在这31个月期间，股市指数上涨幅度高达85.3%，而市场获利最大的仍是以价值投资法买进的增长股，而非以高本益比买进的增长股，具有最低本益比的标准普尔500股票，在获利能力上遥遥领先于其他股票。本益比在7倍以下的股票在这段时间的平均获利率为228.3%，整个指数的平均获利率却只有85.3%；本益比在7~10倍之间的股票，平均获利率为100.4%；而本益比超过30倍的标准普尔500公司，其平均获利率仅为57.9%。在一般市道下，这种获利表现已算是很突出的了，但在1994—1997年间，这种表现只能算是二流的。

在同一段时间，测试大盘股的股价账面价值比，仍然可以获得同样的结果。如在1994年12月1日以低于净值（股价账面价值比小于1）买进的标准普尔500股票，截至1997年6月1日，平均获利率152.1%，几乎为股市指数获利率的2倍；相反，若以高股价账面价值比买进，获利率将大幅减少。

1994—1997年，价格销售比与获利率之间的关联性不大。事实上是高价格销售比的股票表现反而超过了股市指数的表现，唯一可以解释的是，高科技公司的股价强劲上扬，而这些公司的股价永远都属于高价格销售比。不过，在1994年年底那些最低价格销售比的股票到了1997年依然有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

近100%的平均获利率。

以上的实验给我们一个重要的结论是，以折价买进增长股绝对是划算的。在1994—1997年间，确保战胜市场最好的办法是尽可能以最低的本益比、最低的价格销售比以及最低的股价账面价值比买进股票。回顾那一时期几类涨势最凌厉的股票，我们可以肯定地说，市场再度强化了价值投资法的核心理论，即不要理会预测，应在投资大众抛弃好股票的时候适时买进。如果没有投资大众在1994年不顾一切地抛售银行股以及诸如杜邦、福特等这些经济景气循环股，很可能就不会有1995—1997年股市的飙涨。

这就是我们要告诉你的相信价值投资法则的理由。


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

3

第三章

巴菲特学派

在美国经济急速起飞的20世纪20年代中期，价值投资之父本杰明·格雷厄姆已在华尔街闯出了一片天地，有了一些名气。随后他决定向他的母校哥伦比亚大学申请在夜校部教授“股票分析”课程。他之所以想回到学校教学，主要是因为他一直想写一本关于投资方面的书，而教学则有助于他的资料收集和投资理念的形成。1927年春天，哥伦比亚大学接受了他的申请，授课从秋季开始。

出乎意料的是，学生们对格雷厄姆课程的反应十分热烈，由于太多学生抢着要上这堂课，校方甚至不得不出动警卫来维持秩序，才能让事先有登记的学生有位子听课。当时，哥伦比亚大学商学院的年轻助教戴维·多德（David L. Dodd）也是来听课的学生之一。由于格雷厄姆的课程口碑极好，第二年想来听课的人更多了。

不料，1929年就发生了全球性的经济危机。那年冬天，格雷厄姆因忙着处理股票市场崩盘对他和他的客户造成冲击的事宜，写书的工作也因此被迫延期。格雷厄姆邀请他的学生多德帮忙一起合作写书。这本《股票分析》（*Security Analysis*）内容创新，但书名并不响亮，直到1934年才正式出版面市，出书时又不巧正遭遇经济萧条时期的最低谷。格雷厄姆后来表示这一切都是天意，因为延后出书刚好可以把从经济萧条中所观察认识到的东西收录在书中。《股票分析》这本书在以后的70年里改版了5次，至今仍持续再版中，被全球誉为股票投资者的必读经典。我们实在很难用笔墨来形容这本书对当今投资界的深远影响以及格雷厄姆对后世的卓越贡献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



哥伦比亚大学商学院曾特别为这本书上市50周年举办过一场学术研讨会，以纪念这两名杰出的校友。校方邀请巴菲特为该研讨会致辞，因为他不但是该校最出名的校友之一，也是格雷厄姆价值分析理论的坚定支持者。1984年，参加这次研讨会的来宾有大学教授、研究员、学术界大师以及其他许多投资界专家。这些专家相信现代投资组合理论和效率市场理论的合理性，但巴菲特却无法接受上述两种理论。

巴菲特当时演讲的题目是“格雷厄姆和多德学派的超级投资人”。在演讲中，他举了一些故事作为例子，同时也穿插了一些笑话，但是他平静而坚定的演讲却使得效率市场理论的基础彻底瓦解。这场演讲的内容从此也常常被人作为引经据典的资料。演讲一开始，他首先说明现代投资理论的中心思想是认为股票市场是有效率的市场，而股票价格的变动也都是具有合理性的，因此任何人只能靠运气才能获得打败大盘的成绩。虽然巴菲特并不完全排除这种可能性，但他知道有些人的投资成绩之所以出奇的好，靠的并不完全是运气，也绝非巧合所致。

为了深入探究这些人的成功是否纯属巧合，他要求在场听众在心理上虚拟一个全国性的掷硬币比赛。全美国有2.25亿人同时参加这场比赛，要求参赛人掷1美元硬币，并猜硬币落地后哪一面朝上。规定猜硬币正面朝上为赢者，每局输的人离场，而赢的人拿走所有赌注并晋级到下一回合。经过十个回合后产生的22万名胜利者，每人各赚1024美元。如果再进行另外十个回合掷币游戏，将剩下215人，每人将分别赚进100万美元。

如果请商学院教授来分析这场游戏的结果，他们一定会认为这场游戏并不需要特别的技巧，因为就算找2.25亿只猩猩来做同样的游戏，其结果也是一样的。巴菲特也同意这个说法，但他话锋一转，慢慢地延伸了故事含义。他问在场的听众，如果获胜的250只猩猩中有40只猩猩都是来自同一个动物园，难道我们不想知道这些一夜暴富的猩猩过去究竟吃些什么吗？

显然，巴菲特讲这个故事旨在告诉与会者，在某一领域里如果不寻常的事件密集出现，表明背后一定有不寻常的因素值得研究。巴菲特认为，关键在于如果这些不寻常的团体不是以地区来分类，而是以他们的学识作为区隔的话，那就颇值得注意了。被巴菲特称为“格雷厄姆和多德学派的投资人”就是这样一类特别的人，因为他们的投资成绩经常能够胜过市场表现。巴菲特强调指出，这些人的成功绝非偶然，因为他们始终遵循格雷厄姆的选股策略和原则。这些人的投资选股策略都十分相同，当他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



发现某只股票价格和其内部价值出现前者低于后者的差距时，他们便开始大举加码投资。巴菲特说："格雷厄姆和多德学派的投资人，从来不讨论诸如倍他值、资本资产定价模式、标志变异数等理论，因为他们中没有人对这些理论感兴趣，他们甚至觉得有些专有名词定义模糊不清，讨论起来实在没有意义。"

在 1984 年巴菲特发表的一篇文章中，他将格雷厄姆和多德学派投资人的投资成绩绘制成图表，以此形象地表现他们过去所取得的非凡成就。如果把这些按照格雷厄姆价值导向选股原则和巴菲特价值投资原则的投资人统称为"巴菲特学派的超级投资人"的话，他们也包括蒙哥、鲁安、辛普森等大师，当然也包括巴菲特本人。

20 多年后的今天，我们认为有必要去追溯一下这些人骄人业绩的操盘记录，因为从他们卓越的投资方法中我们可以学习到很多东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



凯恩斯鲜为人知的一面

很多人都知道约翰·梅纳德·凯恩斯是英国伟大的宏观经济学家，但人们却不知道他也是一位颇具传奇色彩的投资人，他辉煌的投资成绩可以从他运作剑桥皇家学院的宝柜基金（Chest Fund）中看出端倪。20 世纪 20 年代以前，皇家学院的投资仅限于固定收益债券，但到 1919 年晚期凯恩斯被任命为副财务长时，他说服了董事会把一部分资金拿出来进行股票、货币和商品期货投资，于是就这样成立了宝柜基金。从 1927 年他升为财务长直到 1945 年他去世时为止，凯恩斯一直掌管着该基金的操作。

1934 年，也就是《股票分析》这本书出版的同时，凯恩斯写了一封信给他的同事，信中详细陈述了他为何偏好集中投资少数公司的原因。4 年后，他为宝柜基金整理了一份完整的投资原则：

● 慎选投资标的：要选择目前股票价格远低于未来内部价值的企业，或者股票价格较当时市场表现落后的股票。

● 长期投资：不论在何种情形下，持有的股票不要随意变动，至少需要持有数年，一直等到股票价格到达自己预估值的满足区域内，或者证明当初投资判断错误时才卖出。

● 分散风险：虽然集中投资少数股票，但股票彼此间的业务性质最好不同，以降低风险。

从他的投资原则看，我们可以判定凯恩斯是一位价值投资人。凯恩斯在多年的宝柜基金运作中一直刻意降低持股种类，并以基本面分析评估所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

选的股票和股票价格情形，所以股票周转率一直很低。同时，他认为分散风险很重要，为了降低风险，他的投资策略是投资高获利、前景明确、景气变化周期不一致的绩优企业。

凯恩斯的投资成绩如何，我们从表3－1可以看出他选股及操作手法的优异表现。以宝柜基金18年来的成果与同期英国的整体证券市场相比，宝柜基金有13.2%的年平均报酬率，而英国股票市场整体报酬率却几近于零。当时正值第二次世界大战和经济大萧条时期，凯恩斯能有这样的投资成果实属不易。

尽管如此，宝柜基金也曾遭遇净值大幅波动的时期，分别在三个不同阶段（1930年、1938年和1940年），那段时期，宝柜基金净值跌幅甚至超过整体英国股票市场表现，波动性比股票市场还大。如果我们再看一看宝柜基金的标准差，就会发现它的波动性是市场的2.35倍。基金受益人不可否认经历了一段相当颠簸和痛苦的路程，但最后还是达到了成功的彼岸，获利颇丰。

表3－1　约翰·梅纳德·凯恩斯的宝柜基金运作成绩

年份	年平均报酬率	
	宝柜基金（%）	英国股票市场（%）
1928	0.0	0.1
1929	0.8	6.6
1930	－32.4	－20.3
1931	－24.6	－25.0
1932	44.8	－5.8
1933	35.1	21.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



续表

年份	年平均报酬率	
	宝柜基金（%）	英国股票市场（%）
1934	33.1	-0.7
1935	44.3	5.3
1936	56.0	10.2
1937	8.5	-0.5
1938	-40.1	-16.1
1939	12.9	-7.2
1940	-15.6	-12.9
1941	33.5	12.5
1942	-0.9	0.8
1943	53.9	15.6
1944	14.5	5.4
1945	14.6	0.8
平均报酬率	13.2	-0.5
标准差	29.2	12.4
最小值	-40.1	-25.0
最大值	56.0	21.5

除了对宏观经济学有深厚的理论造诣，凯恩斯的投资时机也把握得很好。有关这一点我们可以从他对于投资原则的谈话中体会到。凯恩斯认为，股市中没有一个人能够在一个波段中频繁进出最后还能很好地获利。大量的经验告诉我们，快进快出市场，不但费时费钱，而且根本就没有必要。在凯恩斯看来，投资人未经审慎考虑就进出股票市场，不论是太早

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.



卖、太晚买或是进出太频繁，都将造成交易成本的浪费，同时心情随之起伏不定，进而变得很投机，而不再是理性投资。如果这种情形在市场上越来越普遍，将使市场波动性随之增大，对社会也将造成不良影响。

巴菲特家乡的合伙人

在巴菲特的合伙公司创业早期，一些投资者和巴菲特在雇佣契约上签字，但也有一些投资者不这么做。约翰·瑞恩写道："当时我想为我的钱找一个好的投资方向，但当我第一次见到巴菲特时，我却作出了相反的决定。在合伙公司创业的初期，他甚至连个办公的地方都没有，只得在离卧室不远处的过道里打理公司的业务——没有秘书、没有计算器。当我发现要把钱交给在这样一种条件下工作的人，我决定不在雇佣契约上签字。"

到1961年，31岁的巴菲特已是一位百万富翁了。1965年，巴菲特通过他自己的合伙公司，获取了伯克希尔—哈撒威公司的多数股权，那是马萨诸塞州新贝德福德市一家拥有大约1400万美元资产的纺织厂。1969年，巴菲特认为，他将难以再发现具有真正价值的公司，即以大大低于公司内在价值的价钱廉价购买一家公司或部分公司资产的情况，他决定解散已经经营得非常成功的合伙公司。其时，巴菲特合伙公司已拥有1亿美元的资产，在13年的经营中，巴菲特合伙公司平均年增长率为30%；巴菲特的个人资产大约有2000万美元。当时，巴菲特在给股东的信中写道：对于目前的情况，我自觉有些跟不上形势了。当游戏不再按照你的方式进行时，只有人类才会说新的方法是错误的，它肯定会使人们陷入麻烦之中……但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



是，有一点我是清楚的，那就是我不放弃原来的方法，尽管这意味着在获取丰厚的、唾手可得的利润之前要高高兴兴地接受我这个不被别人理解的方法。尽管我还没有成功地实践过，但是，我相信它。

他把合伙公司的资产分配给他的投资者们，把伯克希尔公司的股权也按比例分配了下去。在《金钱的主人》一书中，约翰·瑞恩专门用一章的篇幅描写了巴菲特合伙公司。他这样写道："在他漫长的经营过程中，从未有一年出现不景气的时候，即使在1957年、1962年、1966年和1969年残酷的熊市状况下也未出现过。这个业绩在现代投资组合管理上是非常卓越的，是别人无法超越的纪录。"就在巴菲特合伙公司解散后的第三年，美国股票市场经历了几十年中最糟糕的时期。

让我们还是来回忆一下巴菲特合伙公司开张的那段神话般的、令人难以置信的日子，也就是20世纪50年代。在那时要想和巴菲特面对面谈话，"你得从他家后门进去，穿过厨房、客厅然后来到楼上巴菲特的卧室里"。《奥马哈世界先驱者报》在这里引用了巴菲特的一个合伙人在1986年5月5日讲的故事。"如果你容易被一个人的外表和形象深深打动的话，显然沃伦不是你所欣赏的那种人。"

1956—1969年，公司每年的利润率达到了30%，公司的运营资金从1万美元增长到几千万美元。在巴菲特合伙公司开张的时候，巴菲特已经结婚4年了，并生有2个孩子。他刚刚以优异的成绩从学校毕业，并在华尔街工作了2年。巴菲特强烈呼吁人们，要学习拓荒者身上那种创新精神和代表农民利益的美国中西部地区人的那种自力更生的精神。他最终离开了华尔街，跑到奥马哈这片他非常热爱的土地上施展他的才华。有一次，当巴菲特在美国国会为萨洛蒙丑闻案作证时，国会议员皮特·霍格兰德把他介绍给房屋能源及财政小组委员会，皮特说有机会为人们介绍美国最杰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



出、最能鼓舞人心的公民之一而深感荣幸。霍格兰德把巴菲特的成功归因于“奥马哈这片哺育他的土地”，奥马哈人把诚实、正直、教养、名誉等这些传统的价值观念慢慢地灌输给巴菲特，并深深地镌刻在巴菲特的心中。

首先，奥马哈是一个小城镇。这里有像奥马哈共同基金会、联合太平洋公司、美国康纳格瑞公司、世界保险公司、坎贝尔汤业公司、克瑞顿大学、一家大型卫生保健所以及附近一家战略空军（SAC）总部等实体企业。巴菲特出生于奥马哈一个富裕的家庭，他聪明的天资加上奥马哈这片肥沃的资本主义经济土壤，使得巴菲特完全靠自己的智慧和力量成立了巴菲特合伙公司。

1956 年 5 月 1 日，当他的合伙公司成立时，巴菲特年仅 25 岁，他的公司有 7 个合伙人——4 个家庭成员、3 个好朋友，他们总共投入了 10.5 万美元，但是，这些股东没有投票权，对于公司的经营没有任何发言权。

1956 年 5 月 5 日傍晚，7 个合伙人聚在一起，巴菲特发给每人一份叫做“基本规则程序”的简短文件，文件上面印有这样的文字：“我们公司的赢利或亏损将由一般经验来衡量。”

根据公司的经营档案，下列几个合伙人是 1956 年真正的彩票中大奖者：

查尔斯·彼得斯 5000 美元（朋友）

伊丽莎白·彼得斯 25000 美元（查尔斯的母亲）

多丽丝·伍德 5000 美元（姐姐）

丹尼尔·默耐恩 5000 美元（律师朋友）

威廉·汤普森 25000 美元（岳父）

爱丽斯·巴菲特 35000 美元（姑姑）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



杜鲁门·伍德5000美元（姐夫）

合伙企业中负无限责任的合伙人沃伦·巴菲特居住在丛林大街5202号，他在那儿租了一间房子，租金100美元。所以，巴菲特合伙公司是以10.51万美元的注册资金开始运作的。“巴菲特公司的第一次投资（不包括那100美元）是从伍尔沃斯连锁店里花了49美分买了一本账簿。”当时，还有一件奢侈品——一台手动打字机。他把公司更多的钱投入到成功的企业上去。作为经理，巴菲特收取赢利额的25%作为个人所得，而每个投资人的年终储蓄存款账户上只有6%的红利。对于年轻的巴菲特来讲，代理佣金实际上是其一笔很大的收入。

“我对合伙公司的经营理念来自于为本杰明·格雷厄姆工作的经历。我从他的经营模式中得到一些启发。我只是对其中某些事情作了变动，但这个经营模式不是我最先想到的。”巴菲特说。

芒格这些年也一直在巴菲特合伙公司工作，他说正是这种经营方式使巴菲特变成了一个腰缠万贯的有钱人。

为了寻求新的赚钱领域，巴菲特专门去拜访了其他一些投资者，有时还带着纳税申报单，鼓动他们说：“难道你们不想也能缴这么多的税吗？”

富有的桃乐茜·戴维斯是巴菲特的邻居。根据《财富》杂志的报道，她在1959年的一个晚上邀请巴菲特去她家，她说：“我听说你在赚钱方面很有一套。”巴菲特回忆说她非常细致地就投资哲理问了他两个小时。但是，她的丈夫，戴维斯医生则一个字也没说，看起来甚至好像没有在倾听他们的谈话。突然，戴维斯医生宣布：“我们给你10万美元。”“为什么？”巴菲特问。“因为你让我想起了查尔斯·芒格。”他说。“查尔斯·芒格是谁？”那时巴菲特甚至还不认识他。两年之后，戴维斯医生介绍他们两个人认识，最终，芒格也成了巴菲特合伙公司的一员。1957年，巴菲特合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



公司创下了赢利31615.97美元的纪录和10.4%的年增长率。这听起来可能并不怎么令人激动，但是和那年暴跌8.4%的道琼斯工业指数相比，情况就相当不错了。

巴菲特在1956年开始经营合伙公司的时候，只有10万美元的资产。但是到了1959年，他的资产已经达到了40万美元。巴菲特合伙公司的利润率总是高于道琼斯工业指数的涨幅，从来没有亏损的时候。平均来说，1957—1962年，尽管道琼斯工业指数每年增长8.3%，但是，巴菲特合伙公司的增长率却有26%。根据巴菲特的计算，巴菲特合伙公司的资产净值，已经达到717.85万美元！

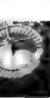
1962年11月，一直在旋转玩具制造业和无烟煤生产领域进行投资的巴菲特合伙公司又开始购买伯克希尔纺织制造厂的股票。该公司的股票价格已经跌到蓝筹股的价格以下，巴菲特以每股7.6美元的价格购进第一批股票，并在7~8美元之间不断地重复购进。到1966年，他已经控制了伯克希尔公司，并成为了公司的一名董事。

从公司成立的一开始，巴菲特就知道他的使命就是让投资人的钱大幅度地、稳定地增加。1963年，巴菲特在给他父母的信中告诉他们“金钱的增长带给他很多快乐”。

1962年，巴菲特把他的合伙公司搬到了基威特大厦810号，那时，最足以骄傲的是公司雇用了第一个雇员叫比尔·斯科特。到1993年退休前，比尔·斯科特一直经营管理着伯克希尔公司的股票业务，现在他仍然持有伯克希尔公司的股份以及海外他自己的慈善机构的股份。

到1964年，巴菲特的合伙公司已平均投资了98430美元，在奥马哈排名第440位。假如那些投资至今还在的话，那么，98430美元到今天已变成了1.12亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



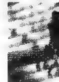
1965年，巴菲特告诉他的父母说："如果我们的业绩纪录高于市场平均值的话，那么不论赢利还是亏损，我们都认为是红火的一年。如果我们的业绩低于市场平均值的话，人们可以公开表示对我们的不满。"

到1969年，合伙公司的资产已增长到1.0443亿美元(参见表3-2)。

表3-2　巴菲特合伙投资公司资产年平均增长率

年份	年平均增长率	
	巴菲特合伙公司（%）	道琼斯工业指数（%）
1957	10.4	-8.4
1958	40.9	38.5
1959	25.9	20.0
1960	22.8	-6.2
1961	45.9	22.4
1962	13.9	-7.6
1963	38.7	20.6
1964	27.8	18.7
1965	47.2	14.2
1966	20.4	-15.6
1967	35.9	19.0
1968	58.8	7.7
1969	6.8	-11.6
平均报酬率	30.4	8.6
标准差	15.7	16.7
最小值	6.8	-15.6
最大值	58.8	38.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



在合伙公司的那些年里，巴菲特总是谈论他的公司的三大投资方向：（1）股票——买入价值被低估的股票，然后长期持有；（2）债券——买入未到期的债券，利用企业合并或重建等机会进行套利交易；（3）企业控制权——拥有相当数量的股份，获取企业的控制权。在此期间，巴菲特说："我们喜欢良好的管理，我们喜欢体面的行业，我们喜欢在原有的静态管理模式或是股东群体中有一定程度的'动荡'。但是，我们更需要有价值。"

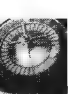
尽管巴菲特告诉过他的合伙人说，他的目标是超过道琼斯工业指数10个百分点，但实际上超过了将近20个百分点。1957—1965年，道琼斯工业指数每年的上升幅度为11.4%，而巴菲特合伙公司的年投资回报率却保持在29.8%，不仅实现了预定目标，而且超过了预定目标。

"现在我感觉到，投资回报率的增加使我们越来越处于不利的地位。"巴菲特说。他几乎每年都这么说，已说了30多年了。但是，巴菲特合伙公司的平均年资金回报率仍维持在20%以上，直到最近几年才有所下降。

关于购买伯克希尔公司的股票，巴菲特在1966年1月20日写道："1962年，我们以每股7.6美元的价格开始购买伯克希尔公司股票，这个价格在某种程度上反映了这样一个问题，即一些纺织厂在关闭清算期间由于实行优先管理政策，再加上纺织业内部条件的变化所造成的巨大损失，使得有些纺织厂经营陷于瘫痪。

"1965年春天，我们取得伯克希尔公司控制权的时候，该公司只剩下了两家纺织厂，大约2300名员工。我们惊喜地发现，所剩的这两家工厂都有非常优秀的管理人员，我们根本不需要从外面聘用管理人员。所以，我们以每股7.6美元的价格（实际成本达到了14.86美元，这在1965年早期已算得上是一笔很大的买卖）购进，到了1965年12月31日，仅净营运资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



本方面（不包括工厂及设备在内）就达到了每股 19 美元。

“拥有伯克希尔公司是一件令我们高兴的事。毫无疑问，纺织业的经营状态是决定赚钱能力大小的一个主要因素，但是非常幸运的是，我们让肯·蔡斯用一流的方式来经营这家纺织厂，同时我们还让几位最好的销售员各自负责有关产品的销售。

“尽管伯克希尔在竞争激烈的市场上很难做到像施乐复印机、好孩子照相机或国立录像机一样具有很强的赚钱能力，但是，它仍是一笔相当不错的财产，就像我那位来自西海岸的（巴菲特还邀请了一位来自东海岸的哲学家）哲学家所说的那样：‘在吃奶油干酪的同时，吃点以麦片为主的特种饮食也是不错的。’”

1966 年 7 月 12 日，巴菲特在一封信中说，他的合伙公司花了大约 500 万美元已经买下了赫哲蔡尔德以及柯恩公司（巴尔的摩市一家私营百货连锁店机构）的股份，巴菲特合伙公司现在已是这两家公司持有 10% 股份的股东。

巴菲特合伙公司还买下了迪佛斯菲尔德零售公司，以及迪佛斯菲尔德已经买进的赫哲蔡尔德公司 80% 的股份。但这种联合经营由于一直不太景气，终于于 1969 年 12 月 1 日，巴菲特又以同样的价钱卖给了超级市场总店。

1966 年，巴菲特合伙公司继续取得了令人震惊的成功。在 1967 年 1 月 25 日的信中，巴菲特写道：“到 1966 年公司已经运行 10 年了，搞庆贺活动是无可厚非的。相对于道琼斯工业指数，我们公司的经营业绩已创下了空前的纪录（不论是过去还是将来），公司的利润率上升了 20.4%，而同期的道琼斯工业指数下跌了 15.6%。”

他在 1968 年 1 月 24 日的信中写道：“按照大多数人的标准，1967 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

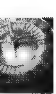
算得上是生意红火的一年。和道琼斯工业指数上升了19%相比，我们总的业绩上升了35.9%。所以说，已远远超过了我们以前所制定的超过道琼斯工业指数10个百分点的目标。我们总的赢利额，即使在不断增长的通货膨胀趋势下，也能够买下许多上市公司的控股股份。”

他又报告说，通过巴菲特合伙公司的两个控股公司——迪佛斯菲尔德零售公司和伯克希尔公司，我们又购进了另外两家公司，即后来被称作联合零售商店的联合棉花商店和国民保险公司及其附属的国家消防和海运公司。“公司所有的工作人员及他们的家属，在1968年1月1日，又向巴菲特合伙公司再次投资1500万美元，所以，我们更加忙碌了。”

但在巴菲特1968年7月11日的信中已经透露出一些不是很好的信息，显然他已经非常担忧股票市场因投机太盛而会造成崩盘。“根据当时的情况，似乎预测整个商业或是股票市场的发展趋势是很容易的。一旦在证券市场上存在着各种愈演愈烈的商业行为，我担忧这些行为可能引发的长期恶果。”于是，巴菲特于1969年解散了他的合伙公司，因为他已经厌倦了作为合伙公司的领导带给他的压力。他认为人们对于股票市场的估价过高。另外，加入巴菲特合伙公司的人也越来越多，按照政府的规定，已到了把他的合伙公司注册为投资公司的这样一个规模。尤为重要的是，他不再需要用别人的钱来进行投资了。根据记录，1957—1969年，巴菲特合伙公司年均综合收益率为29.5%，而同期道琼斯工业指数的年均综合收益率仅有7.4%。

拥有100名股东的巴菲特合伙公司终于在1969年年底解散，长期混乱、投机之风甚嚣尘上的股票市场终于在1973—1974年间崩溃了。正应了巴菲特十分熟悉的莎士比亚在《冬天的童话》这部戏中所说的一句台词：“退场，熊追上来了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



巴菲特的最佳拍档

巴菲特一向被看成是全美最伟大的投资家之一，但伯克希尔公司多年来的绩优表现，不但是巴菲特的功劳，也有查理·蒙哥的功劳（见表3－3）。如果你有幸读到《杰出投资人文摘》（*Outstanding Investor Digest*）的话，或许会更进一步体会到蒙哥的卓越才智。

表3－3　查理·蒙哥合伙投资公司的业绩

年份	年平均增长率	
	蒙哥合伙公司（%）	道琼斯工业指数（%）
1962	30.1	－7.6
1963	71.7	20.6
1964	49.7	18.7
1965	8.4	14.2
1966	12.4	－15.6
1967	56.2	19.0
1968	40.4	7.7
1969	28.3	－11.6
1970	－0.1	8.7
1971	25.4	9.8
1972	8.3	18.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

年份	年平均增长率	
	蒙哥合伙公司（%）	道琼斯工业指数（%）
1973	-31.9	-13.1
1974	-31.5	-23.1
1975	73.2	44.4
平均报酬率	24.3	6.4
标准差	33.0	18.5
最小值	-31.9	-23.1
最大值	73.2	44.4

巴菲特回忆道："我是1960年遇到蒙哥并告诉他，虽然学习法律是一项不错的选择，但是如果你从事别的行业会更成功的。"蒙哥当时刚从哈佛大学法学院毕业，并在洛杉矶开办了律师事务所，生意正如日中天。巴菲特后来终于说服了蒙哥转行从事投资；而蒙哥也不负众望，他的投资天分从表3-3中可见一斑。和巴菲特一样，蒙哥也是坚持集中持有少数股票、买进价格被低估的股票的投资策略。

我们注意到了巴菲特对蒙哥的评价中从不使用"冒险"这两个字。但如果一定要用股票价格波动的传统定义来衡量所谓的风险，蒙哥的投资组合简直可以用"惊涛骇浪"四个字来形容，因为他的投资组合的标准差几乎是市场标准差的两倍。但从年平均报酬率看，蒙哥可以称得上是一位卓越的投资人而不是冒险者，因为他只会去投资少数价格远低于内在价值的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

著名的水杉基金

巴菲特 1951 年在哥伦比亚大学选修格雷厄姆的“股票分析”课程时认识了鲁安，这两位当年的同班同学在以后一直保持着密切的联系。巴菲特很欣赏鲁安数年来的投资操作成绩。1969 年，巴菲特结束了原先的合伙事业后，便和鲁安联络，并询问鲁安是否愿意为他的客户成立一个基金，这就是后来非常著名的“水杉基金”的由来。

他们两人都知道那时并非是成立共同基金的好时机，但鲁安还是一头扎了进去，并从一开始就做得很投入。当时的股票市场主要分成两大类股，大部分热钱都流向知名的大型蓝筹股，比如 IBM 公司或施乐公司（Xerox）。但是一些不知名却很有价值的股票却乏人问津。虽然巴菲特认为价值导向型投资策略的初期成绩很难看出来，但巴菲特说：“我很高兴也很感谢我的合伙人不但没有赎回资金，还继续加码，不过后来他们的获利也很令人满意。”

水杉基金首开价值投资之风，因为从水杉基金公开的持股记录看，我们可以很清楚地看到鲁安及他的合伙人罗克·坎利夫（Rock Cunliffe）是以低周转率的价值投资方式来运作基金的。水杉基金通常将其 90% 的资金投资于 6～10 家绩优公司上，虽然持股相当集中，但他们尽量选择业务性质不相同的企业。鲁安表示，水杉基金是一个价值投资形态基金，但水杉基金所持有的企业却门类较广，其中包括商业银行、制药厂、汽车公司和财产保险公司等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



和大多数基金经理人的看法相比较，鲁安的观点是相当独特的。通常，基金经理人对于投资组合会有一个先入为主的想法，然后再去购买不同股票以满足他的主观预期。但鲁安和卡尼夫则是先想好选择哪些可能的绩优股票，然后自然而然地形成他们的投资组合。

如何选择绩优股，需要作很深入的研究。在这方面鲁安和坎利夫的选股策略也与别家公司不同，他们也因此被誉为是最聪明的基金经纪公司。他们宁可自己慢慢研究可能投资的每家标的公司的资料，也不愿意参考华尔街分析家们向他们提供的现成报告。鲁安说过："我们很少想要用什么头衔来表明自己的身份，如果真要有什么头衔的话，那么我宁愿在名片上印上'研究员比尔·诺内'就足够了。"这种想法在当时的华尔街上是很独特的。鲁安说："人们一般都认为研究员是刚入行从事研究分析的菜鸟，日后再高升为比较受人尊敬的基金经理人一职，因此感觉上基金经理人好像更高人一等。我们公司刚好持相反政策，我们认为作为一名长期的投资者，研究分析工作是最首要的工作，如果研究分析工作很扎实，自然就具备了操作投资组合的能力。"

水杉基金到底用什么方法为股东赚钱？表 3－4 是水杉基金 1971—1997 年的操作记录，在这段时间内，水杉基金的年平均报酬率高达 19.6%，同期标准普尔 500 股票价格指数的涨幅仅为 14.5%。和其他价值投资组合一样，水杉基金的报酬率也曾经历过一段颠簸震荡的过程。这段期间内整体股市成长率的标准差是 16.4，而水杉基金的报酬率标准差却达 20.6%。这样的标准差会让人觉得水杉基金投资组合的风险很高，但鲁安和卡尼夫在选股上所花的精力足以降低任何风险，从中也再次证明，传统的风险组合观念是不能用来衡量水杉基金的风险的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

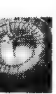


表 3－4　水杉基金公司 1971—1991 年的业绩

年份	年平均增长率	
	水杉基金（%）	标准普尔 500 指数（%）
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	－24.0	－14.8
1974	－15.7	－26.4
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	－7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	－5.0
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984	18.5	6.1
1985	28.0	31.6
1986	13.3	18.6
1987	7.4	5.2
1988	11.1	16.5
1989	27.9	31.6
1990	－3.8	－3.1
1991	40.0	30.9
1992	9.4	7.6
1993	10.8	10.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

年份	年平均增长率	
	水杉基金（%）	标准普尔 500 指数（%）
1994	3.3	1.4
1995	41.4	37.5
1996	21.7	22.9
1997	42.3	33.4
平均报酬率	19.6	14.5
标准差	20.6	16.4
最小值	-24.0	-26.4
最大值	72.3	37.5

辛普森的投资风格

1996 年，伯克希尔公司收购了盖可汽车保险公司（GEICO），当时盖可公司是全美第七大汽车保险公司。伯克希尔公司从此开启了和盖可汽车保险公司一段长期互利互惠的合作关系。凡是跟巴菲特工作过几年的人都会相当熟悉盖可汽车保险公司的名字，因为盖可汽车保险公司在伯克希尔公司的体系内一直占有很重要的分量。巴菲特是在 1951 年通过他的老师格雷厄姆的介绍认识这家公司的，格雷厄姆当时是这家公司的董事。在 1 月某个星期天早晨的寒风中，巴菲特来到这家公司的总部，希望能更多地了解这家公司的营运状况。向巴菲特介绍公司情况的是洛里默·戴维森（Lorimer Davidson），当时他只是总经理特别助理，后来才晋升为该公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

执行长。

当巴菲特回到故乡为父亲的证券经纪公司工作时，他开始介绍他的客户持续买进盖可汽车保险公司的股票，他甚至针对盖可汽车保险公司写过一份调研报告，该报告刊登在《商业金融纪事报》（The Commercial and Financial Chronicle）上，标题是“我最喜欢的投资标的”。截至 1951 年年底，巴菲特把他所有资产的 65%，大约 1 万美元统统投资在盖可汽车保险公司上了。

20 世纪 70 年代初，盖可汽车保险公司遭遇了一些问题，多年来的削价竞争造成的损失几乎拖垮了这家公司。而这时，巴菲特却仍坚持他的想法，认为盖可汽车保险公司只是短暂性的营运不当而引起股价超跌。1980 年，巴菲特通过伯克希尔公司，以 4570 万美元代价取得了盖可汽车保险公司约 33% 的股权。同时，巴菲特又延揽了一位后来被证明对盖可汽车保险公司财务有着极大帮助的人，这个人就是辛普森。辛普森是美国普林斯顿大学经济学硕士，1979 年被巴菲特认为是不可多得的人才招揽到盖可汽车保险公司之前，曾在斯坦罗和法纳姆公司（Stein Roe & Farnham）的投资部工作。从面试开始，巴菲特就已认定辛普森深具投资天分。辛普森从不阅读华尔街的任何研究文件，反而大量阅读企业年度报告。他选股的方式和巴菲特颇为类似，只选择那些经营管理上轨道的高获利企业，然后等待时机用合理的价格投资。他和巴菲特还有一个相同的地方是持股种类少。盖可汽车保险公司可投资资金高达数十亿美元，但投资组合中的股票却不超过十种。

从 1980—1996 年间，盖可汽车保险公司股票年报酬率高达 24.7%，而大盘指数增长率为 17.8%（见表 3-5）。巴菲特认为，这种报酬率确实令人惊喜，但更重要的是他们掌握了正确的投资策略。辛普森只买被低估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

的股票，所以不容易造成大损失，可说是接近零风险操作。巴菲特认为，股票价格的波动绝对无法作为衡量投资风险的指标，真正的投资风险在于，投资标的在一段时间内不能产生利润。

表 3－5　辛普森及盖可汽车保险公司股票价格增长情况

年份	年平均增长率	
	盖可汽车保险公司股票价格（%）	标准普尔 500 指数（%）
1980	23.7	32.3
1981	5.4	－5.0
1982	45.8	21.4
1983	36.0	22.4
1984	21.8	6.1
1985	45.8	31.6
1986	38.7	18.6
1987	－10.0	5.2
1988	30.0	16.5
1989	36.1	31.6
1990	－9.1	－3.1
1991	57.1	30.9
1992	10.7	7.6
1993	5.1	10.0
1994	13.3	1.4
1995	39.7	37.5
1996	29.2	22.9
平均报酬率	24.7	17.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



续表

年份	年平均增长率	
	盖可汽车保险公司股票价格（%）	标准普尔500指数（%）
标准差	19.5	14.3
最小值	-10.0	-5.0
最大值	57.1	37.5

辛普森的投资风格和巴菲特的观念十分接近，巴菲特说："辛普森保守而集中的选股策略，和我们在伯克希尔公司的手法一致，他的加入将使我们如虎添翼。我很少会完全将资金和操作权交给一个人，但我可以完全放心地交给他。我确定如果我和蒙哥不在的话，辛普森一定可以管理好伯克希尔公司。"

凯恩斯、巴菲特、蒙哥、鲁安、辛普森等这些超级投资人，传承了巴菲特学派的投资策略。他们会去购买那些安全系数高的股票（那些股价远低于内部价值的股票）。他们也都认为集中资金于少数股票不仅可以降低风险，还可以大幅提高获利空间。

看完了这些人的投资实例，也许还有人质疑他们之所以成功，是因为彼此关系不错，大家互相帮忙的结果。但人们有所不知的是，他们投资于完全不同领域的股票，巴菲特没有蒙哥的持股，蒙哥也没有鲁安的持股，鲁安没有辛普森的持股，所有人也没有凯恩斯的持股。

伯克希尔公司：巴菲特的旷世杰作

巴菲特通过一些重大而又成功的投资决策创造了伯克希尔公司。公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



一半以上的净资产归功于10次左右的重大投资行动。巴菲特几乎总是在经济困难时期以低廉的价格收购企业，然后长期持有。在某些投资季报当中，长期是指截至下一季度收益的结算日或公布次日。然而，巴菲特现在持有的许多投资品种时间长达数年、甚至数十年，经历了经济景气和不景气时期，直至迎来辉煌灿烂的那一天。巴菲特是一位马拉松式的投资健将，投资机会来临时，他四处出击，力求收购到一个质地更好的企业。

伯克希尔迷们非常熟悉伯克希尔公司的年报，它诙谐幽默，既有对商界和人性的洞察，也有对伯克希尔公司各类企业经理们的赞扬，还有别的一些公司年报所缺乏的坦率。如果巴菲特编写年报有误，他就首先认错。巴菲特撰写的年报极富文采，妙趣横生，智慧的火花随处可见，它精辟地评述了伯克希尔所拥有的主要财产以及公司投在美国一些资产价值大多在10亿美元以上的优秀公司的情况，这些企业包括可口可乐、吉列公司、美国运通、富国银行、《华盛顿邮报》公司、穆迪公司和布洛克公司，这是一次盛大的知名企业展示。

伯克希尔公司的股东年会也非常特别。来自世界各地的股东有1万~1.5万人，这帮快乐的股东们每年春天朝圣般涌向奥马哈的投资圣殿。巴菲特撇开公司业务不谈，开会时间仅仅用了5~10分钟，然后用整整一天的时间来回答股东们的提问。巴菲特不爱抛头露面，不喜欢张扬个性，生活方式保持低调。他把他的生活准则描述为："简单、传统和节俭。"

但伯克希尔公司股东们的投资绝不是一帆风顺的。在1973—1974年的经济衰退期间，公司同样受到了沉重打击，它的股票价格从每股90美元跌至每股40美元。不过，别忘了，自从巴菲特在20世纪60年代以廉价收购这家濒临破产的纺织厂以来，伯克希尔公司已经发生了根本性的变化。当时被收购的时候，该公司只是一个"抽剩的雪茄烟头"，巴菲特把一个价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



格极其低廉的投资称作是仅“剩一口烟”。而今天，按照标准会计股东权益（净资产）来衡量，伯克希尔公司已是世界上最大的上市公司之一。在美国，伯克希尔公司的净资产排名第五，位居美国在线—时代华纳、花旗集团、埃克森—美孚石油公司和维亚康姆公司之后。

如果在1956年，你的祖父母给你10000美元，并要求你和巴菲特共同投资，如果你非常走运或者说很有远见，你的资金就会获得27000多倍的惊人回报，而同期的道琼斯工业股票平均价格指数仅仅上升了大约11倍。再说，道琼斯指数是一个税前数值，因而它是一个虚涨的数值。假设伯克希尔的股票价格已为每股750美元，在扣除各种费用，缴纳各项税款之后，初始投资的1万美元就会迅速变为270万美元；如果不算扣除所有的费用和税款，初始投资的1万美元就会迅猛增至300多万美元！无怪乎在美国国内有人要把伯克希尔股票称为“人们拼命想要得到的一件礼物”。

如果你姗姗来迟，直到巴菲特1965年收购伯克希尔公司时才开始投资，那么，你所投资的10000美元现在就变成了6000多万美元。而如果同期你把10000美元投资于标准普尔500指数，它的价值现在约为50万美元。过去30多年来（1965—1997年），伯克希尔公司的每股净值每年以24.9%的速度增长，这个速度大约是标准普尔500指数的2倍（见表3－6）。顺便说一句，能够战胜标准普尔指数的投资者已是凤毛麟角的了。

表3－6　伯克希尔公司的业绩

年份	年平均增长率	
	伯克希尔每股净值（%）	标准普尔500指数（%）
1965	23.8	10.0
1966	20.3	－11.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

年份	年平均增长率	
	伯克希尔每股净值（%）	标准普尔500指数（%）
1967	11.0	30.9
1968	19.0	11.0
1969	16.2	-8.4
1970	12.0	3.9
1971	16.4	14.6
1972	21.7	18.9
1973	4.7	-14.8
1974	5.5	-26.4
1975	21.9	37.2
1976	59.3	23.6
1977	31.9	-7.4
1978	24.0	6.4
1979	35.7	18.2
1980	32.3	19.3
1981	31.4	-5.0
1982	40.0	21.4
1983	32.3	22.4
1984	13.6	6.1
1985	48.2	31.6
1986	26.1	18.6
1987	19.5	5.1
1988	20.1	16.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



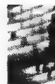
续表

年份	年平均增长率	
	伯克希尔每股净值（%）	标准普尔 500 指数（%）
1989	44.4	31.7
1990	7.4	-3.1
1991	39.6	30.5
1992	20.3	7.6
1993	14.3	10.1
1994	13.9	1.3
1995	43.1	37.6
1996	31.8	23.0
1997	34.1	33.4
平均报酬率	24.9	12.9
标准差	13.0	16.4
最小值	4.7	-26.4
最大值	59.3	37.6

依照这个速度增长，几乎每 2.9 年，公司每股净值就增加 1 倍，所以伯克希尔公司造就了无数百万富翁。因为他们的财富积聚是以超水平的增长率累积的，以复利增长方式成长了 30 年。

只要知道巴菲特投资故事的人，都知道他很喜欢可口可乐这个投资案。他多年来对可口可乐公司情有独钟，重仓持有该公司股票，使他的获利相当丰厚。从 1988 年起，巴菲特购买可口可乐公司股票所投入的资金大约占伯克希尔公司可投资资产的 1/5。1991—1997 年，可口可乐公司股票占伯克希尔公司所持有的股票投资中的比例从 34.2% 提高到 43%。而可口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



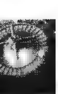
可乐公司股票在这10年来的年平均报酬率如何呢？几乎是一般市场涨幅18.8%的2倍，大约是34.7%。巴菲特持续加仓可口可乐股票，获利非常惊人，因为他通常会在他认为获利率高的时候大幅加码。

如果巴菲特不重仓持有获利率高的股票，而只是每年平均分配资金于投资组合中的股票上，他的获利情形又会如何呢？显然，当投资组合的规模变大时，他必须随时将持股比例较高的股票卖出，转而买进持股比例较低的股票。如此一来，伯克希尔公司的股票投资组合的报酬率为27%，比起重仓持有的持股方式，大约少了2.5%的报酬率。再让我们假设，如果巴菲特选择较分散的投资组合（持有50只股票），而非集中型投资组合，同时假设伯克希尔·哈撒威公司股票投资组合内的每一只股票都只占总投资规模的2%，我们便会发现，即使以巴菲特等人的超强选股能力，但如果没有集中持股和加大特别看好的股票的持股比例，这种平衡型投资组合在这段期间的年平均报酬率约为20.1%，仅比整体市场报酬率高出约1.2%而已。

通过考察这些数据，我们发现，只有集中持股的核心投资方法才会有最高的报酬率。持股比例分散的投资组合虽然仍比整个市场的表现好，但只有小幅领先，领先不到3%。而假设有一个持50只股票，每只股票的比例各占总投资资产2%这样一个投资组合，虽然年平均报酬率可超越市场表现，但表现最差的时候却比整个市场表现还低9%。

克里斯·布朗曾经不无遗憾地说，作为巴菲特的财务顾问，职业道德不允许他投资于伯克希尔公司。最糟糕的是，作为巴菲特早期的顾问，他的父亲在1970年9月将价值1000美元的伯克希尔股票作为结婚礼物送给了布朗的弟弟，伯克希尔股票当时的价格约为40美元。遗憾的是，他的弟弟卖掉了这些股票以支付自己的结婚费用。克里斯·布朗说："他这样做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



只是为了度蜜月，并非全为办喜事。”年轻的弟弟为了一时的排场、阔气，挥霍掉了现在约合 150 万美元的钱财。弟弟辩解说：“这都是 30 年以前发生的事情。”但这却是一次代价高昂的蜜月。

巴菲特没有继承任何财产，他持有伯克希尔公司 30% 多的股份，这是一家投资控股公司，它拥有大量的股票、债券、现金、其他投资品种以及众多的实业公司。由于巴菲特持有大量的伯克希尔股份，无论从各个方面来看，巴菲特就是伯克希尔公司，伯克希尔公司理所当然就是他的投资智慧结晶。他把伯克希尔公司比喻成他的画布。巴菲特曾于 1985 年 10 月 10 日在对《女装日报》记者回忆起他的工作情景时说：“我对我的工作非常满意。每天早晨上班时，我好像是前往西斯廷教堂去画画。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

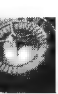
4

第四章

巴菲特的价值投资法

在美国，沃伦·巴菲特被尊为金融界的上帝，他的财富仅次于比尔·盖茨，但他的投资声誉却是名副其实的全球第一。他的身上表现出了太多普通人的特质，例如，每次出国旅行，他的饮食总是老一套：午餐和晚餐吃牛排，每天喝6小瓶带樱桃味的可乐。他是亿万富翁，但神态却像个在大平原上种植玉米的农民。他穿着随便，对奢侈品毫无兴趣；厌恶高级餐馆，从未沾过一滴酒……他唯一的乐趣是积聚财富。

尽管年轻的巴菲特是个数学天才，但是，他对金融的痴迷程度仍让他那虔诚、节俭的父亲感到非常吃惊。他的父亲从事的是替人理财的事业，却对积累财富本身没有任何的兴趣，他希望他的儿子有朝一日能成为一名神职人员。但是，他却发现他的儿子对金钱的力量非常着迷，像是被其咒语所镇住了似的。年轻的巴菲特不会有真正的宗教信仰，对他来讲，重要的是合理性、事实、数字和金钱。可这些性格特征使他成为了世界历史上最伟大的价值投资大师。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

巴菲特简史

巴菲特8岁的时候，便开始阅读有关股票市场方面的书籍，他曾说过，他在六七岁时就对股票产生了兴趣。“我心中一直有这样一种遗憾，那就是我没有更早一点就开始做股票。”随着年龄的增长，他对股票市场的痴迷有增无减，他开始绘制股票市场价格升降的图表。“我对与数字和金钱相关的任何事情都非常感兴趣。”巴菲特这样说。后来他把股票市场价格升降图表和大多数偏离公司基本面分析的东西都叫做“小鸡走路的痕迹”。

巴菲特10岁的时候，开始在他父亲的经纪人业务办公室里做些像张贴有价证券的价格、填写有关股票及债券的文件等事情。1942年4月，11岁的巴菲特开始小规模地购买股票。他以每股38美元的价格，购买了3股受欢迎的城市服务股票。当时，这就是他的资本净值。小巴菲特还说服他的姐姐多丽丝和他一起投资。他回忆说，在和姐姐一起走着去露丝黑尔上学的路上，“她总是提醒我说，我还没有做出任何成绩”。所以，最终他以每股40美元的价格抛出了他的股票，扣除佣金后，他赚了5美元。几年后，受欢迎的城市服务股票的价格飞涨到每股200美元。

巴菲特一直关注着股票市场的变化，计算以有利的平均价格买进或卖出股票以赚取高于平均价格的差价利得，并且，他已经意识到，他对股票市场的估计要比其他人更加敏锐、精明得多。在接受《福布斯》杂志采访时，巴菲特曾说：“我11岁时就对股票非常感兴趣，那时，我在哈里斯·尤浦汉姆公司打工，负责在木板上作标记。我父亲是那里的股票经纪人，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



我负责全面工作，从股市行情提示到绘制图形资料，所有的一切都由我来做。当做完这一切后，我就拿起格雷厄姆的《证券分析》来读，阅读这本书就好像是在茫茫黑夜里看到了来自远处的灯光。”

巴菲特的母亲布莱恩特夫人回忆说，巴菲特始终都对股票市场怀有浓厚的兴趣，“对此我从未有过丝毫的怀疑，但也从未想到他会获得如此大的成功。即使在当时，人人都承认他在股票市场方面有出众的才华和独特的见解”。甚至当巴菲特在他的卧室里开办他的合伙公司时，这一举动并未引起家人的反对。“我们当然认为，他清楚自己在干什么。”布莱恩特夫人说。

巴菲特的老朋友卡罗尔·卢米丝是一位从 1954 年开始一直为《财富》杂志撰稿的新闻记者，她说，少年时代的巴菲特就能把《赚 1000 美元的 1000 种方法》这本书背下来，尤其是对本·尼威特机器充满幻想。他想象自己能从一台机器开始，使他的赢利渐增到几千美元以上。卢米丝和巴菲特的联系开始于 20 世纪 60 年代，当时卡罗尔·卢米丝的丈夫约翰是纽约市曼哈顿区第一公司华尔街短期基金经理，他到奥马哈和巴菲特商谈完有关商业事宜后，对他的妻子说：“我认为，我刚刚见过的那个人是这个国家最精明的一个人。”

投资者菲尔·卡雷尔是哈佛大学的毕业生，他也称赞巴菲特是“美国最精明的人”，红杉基金会的比尔·瑞恩称巴菲特为“美国最精明的家伙”，美国通用电气公司前任执行总裁杰克·韦尔奇曾把巴菲特叫做“世界上精明的人”，总裁飞机公司首席执行官瑞奇·萨恩徒利说“世界上没有一个人能比沃伦·巴菲特更精明”。

1950 年夏天，19 岁的巴菲特用 1 年的时间完成了 14 门课程的学习，从美国内布拉斯加大学毕业，然后向哈佛商学院申请攻读硕士学位。他经常去奥马哈公共图书馆借阅有关商业方面的图书，并且尽可能多地掌握所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



能查找到的一切有关会计学和保险业的知识。

他乘火车前往芝加哥，在那儿，一个毕业于哈佛大学的男士接见了他。多年以后，巴菲特告诉卡罗尔·卢米丝说，当时这位哈佛毕业生对他的印象是：说是19岁，却由于身材消瘦，看起来像是只有16岁的样子，相当于一个12岁少年的体重。两个人的会面结束后，他进入哈佛大学的梦想也就随之破灭了，因为哈佛大学招生办绝无工作失误的记录，巴菲特的哈佛梦想从此也就告一段落了。

“在芝加哥，双方的会面大约持续了10分钟，然后就把我打入失望的深渊。”巴菲特说。哈佛大学的人说他的年龄太小，还不能进入哈佛学习，让他过一两年之后再报考。巴菲特在给他的朋友杰尔·奥瑞斯的信中写道：“哈佛那些家伙太自命不凡了，他们认为，我只有19岁，太年轻了，不能被录取，并建议我再等一两年。所以说，我现在面临着一个严酷的现实，因为我已经在此吃住有四个星期了。我父亲希望我能到某个研究生院继续深造。但是，我已很不喜欢这个主意了。”

两个星期之后，巴菲特再次在信中说：“说实在话，当我收到哈佛大学的来信时，我有点被打垮了的感觉。此后不久，我又等待着哥伦比亚大学的空白申请表，因为哥伦比亚大学有一个非常好的经济系。至少他们有几个教授是教授股票估价课程的大人物，像格雷厄姆和多德。”

被哈佛大学拒之门外，给巴菲特带来了很大的痛苦，但后来的事实证明，这对他来讲也未尝不是一件好事，因为他很快就意识到，教授商业课的权威教授在哥伦比亚大学。巴菲特向哥伦比亚商学院提出了申请，并且很快就收到了入学的通知。

1950年，在内布拉斯加大学读三年级的巴菲特阅读了本杰明·格雷厄姆的另一本书《聪明的投资者》，这本书倡导人们做“有价值的投资”。一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



个有价值的投资人总是以低于商业本身价值的价钱——也就是它的内在价值——购买股票。他总是想购买那些能以大大低于公司“相互影响价值”而抛出的股票。同时，格雷厄姆还认为只有当股票能以低于营运资本净值的66%的价格进行交易时，投资人才应该购买它。对于格雷厄姆来讲，安全可靠的投资要求高的财产净价值和低的利润，他强调股票价格和利率之间的适当比率。

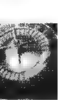
《聪明的投资者》这本书为巴菲特提供了一个最重要的经商理念，即“只有在不受感情因素影响的情况下进行的投资才是最明智的投资”。也就是说，投资不应受感情的影响，不要寄予赢利的厚望，不要有点损失就忐忑不安，更不要随大流，看别人购买就盲目地跟着购买。

格雷厄姆于1894年出生在伦敦一个从事小古玩生意的犹太家庭。他鼓励投资者关注商业的内在价值——也就是一个明智的商人愿意支付的东西。格雷厄姆曾经说过：“投资者最大的敌人可能就是他自己。”投资人还应记住“安全投资的极限”这一原则，要相信你所购买的股票价值远远大于你在股票市场所做的投资。只有购买股票的价钱以及股票本身的内在价值才是真正重要的事。巴菲特后来说：“‘安全投资的极限’是投资中最重要的几个字。”

在投资前要考虑的因素很多，比如说像公司管理是否完善、股票价格、竞争能力以及特许经营权的持久性等。但是在价格问题上，本杰明·格雷厄姆以下的这些话对巴菲特来说简直就像至理名言：

当我们运用“安全投资的极限”这一原则来指导我们对于估值偏低的债券和廉价债券进行投资时，它的重要性就变得很显而易见了。根据这一原则，我们应获取股票价格和体现公司内在价值之间的价差或是估定价格之间的差异性，这种差异就是安全投资的极限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



如果某些股票是以特别低的价格购进的，即使赚钱能力稍微降低一些，也不会妨碍投资所带来的令人满意的结果，这样安全投资的极限这一原则就起到了它真正的作用。

巴菲特之所以能够成为世界上价值投资方面最伟大的实践者，就是因为阅读了这本书，使他有了对投资真谛的顿悟。“对我而言，这本书就好像是在去往大马士革的路上遇到信徒保罗一样。”巴菲特对《奥马哈世界先驱者报》的记者罗伯特·杜尔说。

巴菲特曾经说过：“早在 1950 年这本书首次出版时，我就阅读了此书，当时我 19 岁。那时我就认为这是所有投资方面最好的书。现在我依然这样认为。”

格雷厄姆的《聪明的投资者》是《证券分析》这本专著的大众版。《证券分析》一书的合著者多德非常欣赏这句话：“世界上没有什么新的时代，只有不断出现的新的错误。”

“我不希望听起来像是个狂热的宗教分子或是别的什么，事实上，它确实让我有些疯狂。”巴菲特对基金经理戴维斯这样说。

2000 年 5 月，多德的女儿，住在美国旧金山的芭芭拉·多德·安德森把有她父亲亲笔注解的那本书的第一版送给了巴菲特。此书的赠送仪式是在哥伦比亚大学的商学院进行的。巴菲特每隔两年都要在此作一次演讲。他回忆说，当他在这儿求学时，是多德这位哥伦比亚商学院的终身教授帮助他真正进入到商业投资这个领域。

为了说明这本书对他思想上的巨大影响，巴菲特回忆说，有一次，在为美国国际商用机器公司（IBM）的反托拉斯事件作证时，美国国际商用机器公司的律师说，巴菲特的观点和书中的某一段落是有矛盾的。巴菲特反驳说，那位律师引证的那本书是由其他人供稿的第三版，巴菲特背诵的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



那段在该书的第一版中，只包括格雷厄姆和多德的文章。

巴菲特总是把《聪明的投资者》这本书，作为任何一位成功的投资人必读的书推荐给投资人。他曾讲过，书的第八章讲的是投资人对于变化多端、不可预测的股票市场的态度，第二十章讲的是关于如何廉价购进股票的技巧，也就是“安全投资的技巧”。这两章是所有投资方面的建议中最重要的两条——一个真正的投资人应学会利用股票价格，不论是在股价高时还是低时，他都能够通过与真正的商业价值作比较后再来低价买进。

该书的第八章说，当开始考虑进入股票市场时，你应该想象得到，你在和“市场”做生意，但是，你要时时刻刻地观察它，因为它既会带给你无尽的财富，也会使你跌入债务的深渊。在这一章中，作者写道：“基本上，价格的波动对于真正的投资者来说，只有一个重要的含义，那就是给他提供一个低进高抛的机会。在另外一些场合，如果他能忘记股票市场，并且把关注长期赢利和公司的短期运行结果分开的话，他会做得更好。”

第二十章的内容包括两个方面，一方面是股票价格上的差异，另一方面是股票所代表的标的公司价值或是估定价值，这两者之间的差异就是安全投资极限。所以，安全投资极限取决于你所付的价格。极好的价格来自于低迷的股票市场。就像是基金经理克里斯·戴维斯喜欢说的那样：“在市场处于低迷状态下赚钱，别人都会以另外的目光看你。”巴菲特同时还介绍了投资专家菲利普·费雪的早期作品以及约翰·瑞恩的《金钱的主人》一书。

巴菲特的学习成绩在哥伦比亚商学院是出类拔萃的，他获得了哥伦比亚商学院的经济学硕士学位。据说格雷厄姆在给巴菲特上过几堂课之后，他就相信年轻的巴菲特将会成为未来最伟大的金融学家。从哥伦比亚商学院毕业后，巴菲特主动要求无偿为格雷厄姆的投资公司——格雷厄姆—纽曼公司工作。“但是本杰明·格雷厄姆非常重视他惯常的价格计算方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



他谢绝了我的要求。”巴菲特开玩笑地说。

遭到婉言拒绝后，20岁的巴菲特带着自己的硕士学位回到了奥马哈。在1951—1954年间，巴菲特作为一名投资推销员，在父亲的经纪公司工作。

巴菲特的成功得益于他最初为合伙公司确立的投资原则：以真正价值为选择的标准，而不是以是不是热门股作为投资选择的标准。正如他的导师格雷厄姆教导的那样，从寻找股票的长期投资价值入手，着眼于企业长期发展，而不在乎每日的市场行情。巴菲特对市场预测白眼相向，“股票市场预测专家存在的唯一价值，就是使算命先生更有面子而已”。

巴菲特曾经说过，他对华尔街那群受过高等教育的所谓专业人士的种种非理性行为感到不解。也许是人在市场，身不由己，所以他最后离开了纽约，躲到美国中西部的一个小镇里去了。由此，他远离了市场，也因此战胜了市场。

到目前为止，我们只是简单地提到价值投资这个概念，随着我们分析的一步步展开，会陆陆续续有更深入的探讨。本章的重要目的就是凸显本书的目的，即提供给投资人一种全新的面向未来的投资策略及投资组合的操作方式。价值投资其实是一个相当简单的观念，就像大部分简单的概念一样。我们首先要仔细了解这个观念的内涵，并观察所有相关的影响层面，然后才能发现价值投资策略的深度、本质和它简朴外表下蕴涵的深刻而稳固的理论基础。

集中持股原则

目前所有的投资组合操作其实不外乎是两种投资策略的拉锯战：积极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



型投资组合和指数型投资组合。积极型投资组合操作，就是基金经理人不断大量买进、卖出市场的主流股票。他们之所以这么做，主要是为了满足投资基金的客户锱铢必较的短线盈亏心理。不断进出股票市场，追逐当红股票，可以使客户随时都感到该经理人确实在尽忠尽职地操作。唯其如此，客户才有兴趣将资金放在基金经理人那里继续投资，同时也会吸引越来越多的客户将钱投进来。

为了保持投资成绩领先于大盘，基金经理人不仅要预先估计未来半年的股票市场走向，还要不停地变动投资组合中所持有的股票种类，以期从中谋利。一般而言，采用这种操作方式的股票型共同基金，持股种类常常超过一百余种，股票周转率超过80%以上。指数型投资组合属于一种“买进即持有”的被动型投资组合策略，其操作方式是：大举买进所有指数成分概念股（如标准普尔500股票价格指数概念股、S&P500等），通过这种投资方式来达到分散风险的目的，同时又与指数齐涨共跌，不用担心被大盘打败。与积极型投资策略相比，指数型投资策略是一种较为新颖但又不是很普遍的方法。不过，从20世纪80年代起，指数型基金的投资组合方式正逐渐风行。

以上论及的两种投资组合策略的拥护者一直在争论到底哪一种投资策略能够获取利润更多一些。积极型的经理人声称自己绝佳的选股技术必能胜过指数型操盘手，但遗憾的是，近几年来的获利记录却表明指数型投资组合占据了上风。一份1977—1997年追踪股票市场表现的研究报告指出，采用积极型投资组合的共同基金的成绩虽然曾经战胜了标准普尔500指数，但获利率却每况愈下，报酬率从早期的50%，到近10年来已低于25%。1997年后，这种情况变得更糟，到1998年12月止，90%的积极型投资组合获利率已大不如预期。换句话说，只有10%的积极型投资组合表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



尚可。

积极型投资组合在现今环境下，其报酬率已很难战胜标准普尔500指数，原因在于他们每年都疯狂地进进出出上百种股票。其实，基金经理人的操作手法多少代表了整体市场的走向，这些基金经理人通常只买那些可望在短期内获利3倍以上的股票，却没能深入了解这些投资标的的本质情形。这种方法最大的缺点在于每次预估并不见得都准确无误。快速地杀进杀出，必然导致投资成本的增加，累积的交易成本将侵蚀可能的获利空间。

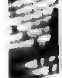
指数型投资组合则在许多方面胜过了积极型投资组合，比如说，这种投资策略避免贸然进出股票市场，从而较能控制住交易成本。但即使以指数型投资组合的最佳成绩看，也不过和整体市场表现打个平手而已。也就是说，指数型基金经理人的操作成绩虽然不比整体市场差，但也好不了多少。

对于投资人来说，上述两种投资组合的最大好处是：通过分散投资可以降低风险。分散投资是指广泛持有多家不同企业的股票或各种不同类型的股票，相对于将资金全部投入单一股票的做法，这个投资策略可以提供较多的安全保障，避免误触地雷股而使投资付诸东流。

以分散投资的方式操作股票，在一定时间范围内，此类股票上升的获利可以弥补彼类股票下跌造成的损失。当市况不错时，积极型基金经理人相信，只要增加股票种类，报酬率就一定会大幅度地提升。也就是说，如果买10只股票会胜过只买单1只股票，那么买100只股票岂不比买10只股票更好?

所谓指数，通常是许多不同股票估价变动的综合反映，指数型基金理论正反映出指数的这种精髓，即经理人的操作方式就是广泛持有指数成分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



概念股。传统的股票型共同基金每天可能要进出上百种股票，目的就是要用持股多样化的方式来分散投资风险。

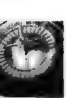
一直以来，人们都知道要用分散且多样化的方法来进行投资，但也同时麻木地接受了这种方式给投资人带来的平淡无奇的投资结果。虽然无论是积极型还是指数型投资，都是依照分散投资的操作原则进行的，但它们均无法提供更高的报酬。聪明的投资人不禁要问：我们真的愿意继续接受这种与市场平均获利水平持平的报酬结果吗？还有什么其他办法能够赚取更高的投资报酬吗？

对于市场上长期以来使用的积极型与指数型这两种操作方式，巴菲特究竟是如何看待的呢？如果一定要他选择的话，我们相信，他会毫不犹豫地选择指数型操作方式。因为站在投资人角度来考虑，他们通常对企业的营运状况不甚了解，但他们又希望能从投资股票中获利，而且投资风险越低越好。而指数型操作法正好符合了这些要求。巴菲特以他独特的声调说：“以一个门外汉的投资人来说，想要胜过专家操作获利，可以用定期定额方式投资指数型投资组合。”然而，巴菲特话语一转，郑重地提出了可供投资人选择的第三种方式，他的这种投资方式不仅有别于积极型的投资方式，获利甚至超过了指数型投资方式。这种新的投资策略，我们在这里称之为“价值投资方式”。

巴菲特通过多年来的研究与实践所发展出的这套独特的投资方法，核心就是如何将资金投注于表现优异企业的股票。如果企业营运状况良好，同时经营者又有智慧，这家企业的股票价格迟早会对营收的表现作出正面反应。所以巴菲特不只参考股票价格的走势，他更用心追踪企业营运状况和评估企业管理者的实力和企图心。

实际上，评估企业的价值并不是一件容易的事，毕竟要收集、分析种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



种相关的营运资料，这是相当费时、费精力的。尽管如此，巴菲特仍认为，吃力的评估工作所需的时间和精力却仍然比花大量时间想方设法搞到其他旁门左道的办法要有效得多，而且可能终生受益无穷。

巴菲特采用的评估过程是首先检验自己的投资原则，再检验投资标的条件是否与投资原则相符合。在表4－1里，我们罗列了巴菲特的投资原则，投资人也可以将它们看作是检验投资标的质量的重要工具表。其中，每一项原则都是一个可以独立使用的分析工具，把所有这些原则通过分析结果加以整合，便可以有效地找出哪家公司最有可能具有不错的营运表现。

表4－1　沃伦·巴菲特的选股原则

产业原则 这家公司的业务是否单纯，是否易于理解 这家公司是否有持续增长的营运记录 这家公司是否有长期的发展潜力
经营原则 经营者的经营理念是否合理 经营者对股东是否坦白诚信
财务原则 重视股东报酬率而非每股盈余 计算公司拥有的获利率 寻找毛利率高的公司 确定公司的保留盈余，公司最少要能创造1元的市值
市场原则 这家公司的业务价值在哪里 这家公司是否会以低于价值的价格被收购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

如果仔细根据这些投资原则来评估投资标的，你自然而然地会找到符合巴菲特价值投资原则的好股票来，因为依照这些原则筛选出来的企业，过去必定有长久优良的营运记录、卓越的经营管理团队和稳定的未来获利能力，价值投资的观念就是将资金集中投资在符合这些原则的绩优企业上。而从数学演绎出来的“概率”，便是巴菲特价值投资的理论基础。

巴菲特曾经建议“那些什么都不懂的投资人最好选择指数型投资组合基金”，因为最起码他们的战绩不会输给市场。但他同时认为，对那些稍对投资有所了解，又能够分析企业营运状况，并且能够找出 5 ~ 10 家具有长期发展潜力的投资标的的投资人来说，就没有必要使用传统的分散投资的方法了（见表 4 –2）。

表 4 –2　伯克希尔公司集中持股投资组合（1988—1997 年）

1988 年								
股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
3000000	资本城	$5175000.00	$1086750.00	35.6	5.1	1.8	1.0	0.1
6850000	盖可公司	$45713.00	$849400.00	27.8	13.5	3.8	2.7	0.3
14172500	可口可乐	$592540.00	$632448.00	20.7	22.8	4.7	4.6	0.5
1727765	华盛顿邮报	$9731.00	$364126.00	11.9	13.6	1.6	2.7	0.3
2400000	联邦房地产贷款	$71729.00	$121200.00	4.0	0.0	0.0	0.0	
总计		$5894713.00	$3053924.00	100.0	55	11.9	11.0	1.2
标准普尔报酬率		16.6%						

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



续表

1989 年								
股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
23350000	可口可乐	$1023920.00	$1803787.00	34.8	77.0	26.8	15.4	1.5
3000000	资本城	$517500.00	$1692375.00	32.6	55.8	18.2	11.2	1.1
6850000	盖可公司	$45713.00	$1044625.00	20.1	24.2	4.9	4.8	0.5
1727765	华盛顿邮报	$9731.00	$486366.00	9.4	34.6	3.2	6.9	0.7
2400000	联邦房地产贷款	$71729.00	$161100.00	3.1	0.0	0.0	0.0	0.0
总计		$1668593.00	$5188253.00	100.0	191.6	53.1	38.3	3.8
标准普尔报酬率		31.6%						
1990 年								
股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
46700000	可口可乐	$1023920.00	$2171550.00	40.2	22.7	9.1	3.8	0.5
3000000	资本城	$517500.00	$1377375.00	25.5	-18.6	-4.7	-3.1	-0.4
6850000	盖可公司	$45713.00	$1110556.00	20.5	7.5	1.5	1.3	0.2
1727765	华盛顿邮报	$9731.00	$342097.00	6.3	-28.4	-1.8	-4.7	-0.6
5000000	威尔斯·富国	$289431.00	$289375.00	5.4	-16.8	-0.9	-2.8	-0.3
2400000	联邦房地产贷款	$71729.00	$117000.00	2.2	-25.4	-0.6	-4.2	-0.5
总计		$1958024.00	$5407953.00	100.0	-59.0	2.6	-9.7	-1.1
标准普尔报酬率		-3.1%						

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

1991 年								
股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
46700000	可口可乐	$1023920.00	$3747675.00	42.9	75.4	32.4	10.8	1.5
6850000	盖可公司	$45713.00	$1363150.00	15.6	23.8	3.7	3.4	0.5
24000000	吉列公司	$600000.00	$1347000.00	15.4	81.8	12.6	11.7	1.6
3000000	资本城	$517500.00	$1300500.00	14.9	-5.5	-0.8	-0.8	-0.1
2495200	联邦房地产贷款	$77245.00	$343090.00	3.9	188.0	7.4	26.9	3.8
1727765	华盛顿邮报	$9731.00	$336050.00	3.9	0.2	0.0	0.0	0.0
5000000	威尔斯·富国	$289431.00	$290000.00	3.3	5.3	0.2	0.8	0.1
总计		$2563540.00	$8727465.00	100.0	369	55.5	52.8	7.4
标准普尔报酬率		30.4%						



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

1992 年								
股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2% 加权报酬率（%）
93400000	可口可乐	$ 1023920. 00	$ 3911125. 00	35. 1	5. 8	2. 0	0. 7	0. 1
34250000	盖可公司	$ 45713. 00	$ 2226250. 00	20. 0	64. 2	12. 8	8. 0	1. 3
3000000	资本城	$ 517500. 00	$ 1523500. 00	13. 7	17. 2	2. 3	2. 1	0. 3
24000000	吉列公司	$ 600000. 00	$ 1365000. 00	12. 3	2. 7	0. 3	0. 3	0. 1
16196700	联邦房地产贷款	$ 414527. 00	$ 783515. 00	7. 0	7. 4	0. 5	0. 9	0. 1
6358418	威尔斯·富国	$ 380983. 00	$ 485624. 00	4. 4	34. 5	1. 5	4. 3	0. 7
4350000	通用动力	$ 312438. 00	$ 450769. 00	4. 0	96. 7	3. 9	12. 1	1. 9
1727765	华盛顿邮报	$ 9731. 00	$ 396954. 00	3. 6	20. 4	0. 7	2. 6	0. 4
总计		$ 3304812. 00	$ 11142737. 00	100. 0	248. 9	24	31	4. 9
标准普尔报酬率		7. 6%						

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

1993 年								
股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
93400000	可口可乐	$1023920.00	$4167975.00	37.9	8.3	3.1	1.0	0.2
34250000	盖可公司	$45713.00	$1759594.00	16.0	-19.7	-3.1	-2.5	-0.4
24000000	吉列公司	$600000.00	$1431000.00	13.0	6.4	0.8	0.8	0.1
2000000	资本城	$345000.00	$1239500.00	11.3	22.0	2.5	2.8	0.4
6791218	威尔斯·富国	$423680.00	$878614.00	8.0	73.0	5.8	9.1	1.5
13654600	联邦房地产贷款	$307505.00	$681023.00	6.2	4.9	0.3	0.6	0.1
1727765	华盛顿邮报	$9731.00	$440148.00	4.0	12.9	0.5	1.6	0.3
4350000	通用动力	$94938.00	$401287.00	3.6	48.5	1.8	6.1	1.0
总计		$2850487.00	$10999141.00	100.0	156.3	11.7	19.5	3.2
标准普尔报酬率		10.1%						



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

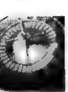
续表

1994 年								
股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
93400000	可口可乐	$1023920.00	$5150000.00	36.9	17.4	6.4	1.7	0.3
24000000	吉列公司	$600000.00	$1797000.00	12.9	27.4	3.5	2.7	0.5
2000000	资本城	$345000.00	$1705000.00	12.2	37.8	4.6	3.8	0.8
34250000	盖可公司	$45713.00	$1678250.00	12.0	-2.6	-0.3	-0.3	-0.1
6791218	威尔斯·富国	$423680.00	$984272.00	7.0	15.2	1.1	1.5	0.3
2775994`	美国运通	$723919.00	$818918.00	5.9	12.4	0.7	1.2	0.2
13654600	联邦房地产贷款	$270468.00	$644441.00	4.6	3.2	0.1	0.3	0.1
1727765	华盛顿邮报	$9731.00	$418983.00	3.0	-3.2	-0.1	-0.3	-0.1
19453300	PBG 银行	$503046.00	$410951.00	2.9	-23.6	-0.7	-2.4	-0.5
6854500	盖涅特公司	$355216.00	$365002.00	2.6	-4.5	-0.1	-0.5	-0.1
总计		$4300693.00	$13972817.00	100.0	79.5	15.2	7.7	1.4
标准普尔报酬率		1.3%						
1995 年								

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
49456900	美国运通	$1392.70	$2046.30	10.6	42.8	4.5	6.1	0.9
2000000	资本城	$345.00	$2467.50	12.8	44.9	5.7	6.4	0.9
100000000	可口可乐	$1298.90	$7425.00	38.4	46.1	17.7	6.6	0.9
12502500	联邦房地产贷款	$260.10	$1044.00	5.4	68.2	3.7	9.7	1.4
34250000	盖可公司	$45.70	$2393.20	12.4	44.1	5.5	6.3	0.9
48000000	吉列公司	$600.00	$2502.00	12.9	41.1	5.3	5.9	0.8
6791218	威尔斯·富国	$423.70	$1466.90	7.6	15.2	1.2	2.2	0.3
总计		$4366.10	$19344.90	100.0	302.4	43.6	43.2	6.1
标准普尔报酬率		37.6%						
1996年								



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
49456900	美国运通	$1392.70	$2794.30	11.4	39.8	4.5	5.0	0.8
200000000	可口可乐	$1298.90	$10525.00	43.0	43.2	18.6	5.4	0.9
24614214	迪斯尼	$577.00	$1716.80	7.0	19.1	1.3	2.4	0.4
64246000	联邦房地产贷款	$333.40	$1772.80	7.2	34.2	2.5	4.3	0.7
48000000	吉列公司	$600.00	$3732.00	15.3	50.9	7.8	6.4	1.0
30156000	麦当劳	$1265.30	$1368.40	5.6	1.2	0.1	0.1	0.0
1727765	华盛顿邮报	$10.60	$579.00	2.4	20.6	0.5	2.6	0.4
7291419	威尔斯·富国	$497.80	$1966.90	8.0	27.6	2.2	3.4	0.6
总计		$5975.70	$24455.20	100.0	236.6	37.5	29.6	4.8
标准普尔报酬率		23.0%						
1997 年								

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

股票数量	公司	成本	市值	投资组合	年报酬率（%）	加权报酬率（%）	平均加权报酬率（%）	2%加权报酬率（%）
49456900	美国运通	$1392.70	$4414.00	13.9	59.8	8.3	7.5	1.2
200000000	可口可乐	$1298.90	$13337.50	42.0	27.9	11.7	3.5	0.6
21563414	迪斯尼	$381.20	$2134.80	6.7	42.8	2.9	5.4	0.9
63977600	佛雷迪	$329.40	$2683.10	8.4	53.8	4.5	6.7	1.1
48000000	吉列公司	$600.00	$4821.00	15.2	30.4	4.6	3.8	0.6
23733198	旅行家集团	$604.40	$1278.60	4.0	78.8	3.2	9.9	1.6
1727765	华盛顿邮报	$10.60	$840.00	2.6	47.0	1.2	5.9	0.9
6690218	威尔斯·富国	$412.60	$2270.90	7.1	28.2	2.0	3.5	0.6
总计		$5029.80	$31779.90	100.0	368.7	38.4	46.2	7.5
标准普尔报酬率		35.35%						

资料来源：晨星公司（Morningstar Inc.），1988—1997年。

* 市场报酬率（标准普尔500）代表90%的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



传统的分散投资有些什么缺点呢？最大的问题就是：分散投资往往将资金投注在连投资人自己也并不清楚的股票上。而巴菲特建议基金经理人应用上述选股原则取舍可能的投资标的，最多投资 5 ~ 10 家公司。所以要简单回答“到底要买多少种股票才算是集中持股”的问题，按巴菲特学派的人来说，其答案就是持股最多不超过 15 种。

其实比决定要买多少只股票更难的事情是了解为什么要集中持股。原因就是价值投资若有持股太过复杂的投资组合，失败的可能性将增加。

巴菲特常常引述英国经济学家凯恩斯的话来证明他的理论的正确性。1943 年，凯恩斯在写给一位商界朋友的信中提到：“如果投资人以为将资金分散投资于不同企业就可以降低风险，那就大错特错了。其实他们对所投资的公司的营运现况并不熟悉，更别提能完全掌握这些公司的未来发展……每位投资人的了解其实都很有限，就连我自己都无法在短时间内对两三家企业有完全的了解。”凯恩斯可能是第一位替价值投资理论背书的学者。

影响巴菲特更多的应该是菲利普·费雪（Philip Fisher）。费雪是近半个世纪以来美国最杰出的投资顾问，他的两本著作《非常潜力股》（*Common Stocks and Uncommon Profits*）和《投资股票致富之道》（*Paths to Wealth through Common Stocks*）一直被巴菲特所称颂。

费雪以价值投资组合而闻名，他喜欢集中持有少数他充分了解的绩优股。自 1929 年美国股票市场大崩盘之后，费雪便成立了自己的投资顾问公司，同时也体会到了让委托客户获利的极其重要性。他认为，如果对投资标的越了解，操作成绩就会越好。一般来说，费雪会将投资标的公司的数量缩减到 10 家以下，并将 3/5 的资金集中投资于其中的 3 ~ 4 家。

费雪在 1958 年出版的书中提到：“操盘人或投资顾问通常不会投资一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



家不甚了解的企业，或者操作不完全分散风险的投资组合。”年迈的费雪至今仍然坚持他的投资理念。“如果市场上有稳赚的股票，大家一定打破头抢着要买，但事实上稳赚的股票是很难找到的，所以我不是等到这种机会来了才大量买进，要不然就什么都不买。”

费雪的儿子肯·费雪（Ken Fisher）也是一位成功的基金经理人。他简述了父亲的理念：“我父亲的投资策略之所以与众不同，就是因为他深信持股种类越少，获利反而越多。”对巴菲特而言，一家公司若真的值得投资，他会大幅加仓投资，从这样的投资行为可以看出他深受费雪的影响。费雪和所有其他成功的基金经理人一样，都是非常严谨地研究投资标的，他会不厌其烦地走访潜在投资标的公司，增加对它们的了解。只要看到他喜欢的企业，他就会投入大笔资金。肯·费雪表示，他父亲总是能独具慧眼地看出未来哪些企业具有成长的潜力。

巴菲特的成功也再次印证了费雪这一价值投资理念的有效性。巴菲特认为，每位投资人如果认真做好研究，找到一类自己认为很好的投资标的，就要有勇气和信心将自己所有资产的1/10投进去。由此看出，为什么巴菲特认为最好的投资组合不能超过10只股票，因为每一只股票大约要押上可投资资金总额的1/10。但价值投资不是简单地去挑选10只好股票，然后将资金平分于这些股票上。因为即使它们全都是高获利股票，彼此之间还是有高低之分的，好的股票才值得集中投资较多的资金。

扑克牌游戏（二十一点）的玩家都知道，当手中的牌对自己非常有利时，就要尽量下注。在许多人眼里，基金经理人和二十一点的赌徒在这一点上没有什么两样，或许是因为他们玩的方法都是源于数学中的概率原理。除了概率之外，数学还提供了另一个叫做“凯利最佳模型（Kelly Optimization Model）”的原理。这种模型利用概率预估投资组合中最合适的组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



合比例。

当然，当巴菲特在 1963 年晚期决定买下美国运通公司（American Express）股票时，是否他的心中就已有了凯利最佳模型，我们就不得而知了。但无论如何，这一次投资再一次证明了巴菲特过人的胆识。1950—1960 年，巴菲特回到内布拉斯加州的老家，担任一家投资顾问公司的合伙人，他的这一合伙人资格，使他得以运用大笔资金集中投资在获利率不错的股票上。

1963 年，一个千载难逢的投资机会出现了，在提诺·安琪利斯色拉油丑闻案爆发期间，美国运通公司的股票价格从 65 美元暴跌到只剩下 35 美元，因为大家都认为美国运通因为收受仓库假收据而被罚款数百万美元。巴菲特却在美国运通股票价格大跌之后看到了机会，于是大举投资 1300 万美元。这笔数目相当于他所属的顾问投资公司可投资资产的 40% 左右，投资顾问公司也因此取得美国运通公司 5% 的股权。接下来的 2 年，这一股票的价格足足上涨了 3 倍，巴菲特遂将股票出清，共获利 2 千万美元之巨。

持有股票多久才算好

价值投资与高度分散、高周转率的操作理念正好完全相反。和所有积极型的操作手法相比较，价值投资是长期最有可能获利的投资方法。但投资人需要耐心地持有他们手中的投资组合，不被别人的短线获利所诱惑。

银行利率的变动、通货膨胀，或是企业获利预估数字公布等因素，虽然都可能影响到股票价格的短线走势，但时间一旦拉长，潜藏在企业内部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



的获利增长力自然会主宰股票价格。到底要持有股票多久才算是比较好？答案是：没有绝对的时间限制。巴菲特认为，有人说至少要持有5年，这其实是一个很愚蠢的说法。持股长抱的目的绝非要刻意让股票周转率接近于零，若是过于坚持完全不卖以致错过脱手的最佳机会也是不对的。所以，若以周转率来衡量，一般应控制在10%～12%。10%的周转率表明持股将可能持续约10年以上；而周转率20%，则表示持股达5年左右。

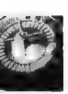
股票价格波动是价值投资所要面对的另一副产品。传统的积极型投资组合就是利用分散投资来企图抵消股票的价格波动。积极型基金经理人太了解投资人每个月收到基金对账单后的心理变化：当他们看到自己所投资的基金净值下跌，就算明明知道股票价格本来就有涨跌这一道理，心里仍不免产生慌张的情绪。

事实上，投资组合越分散，股价变动的激烈性在对账单上的反应就越不明显。对于大多数投资基金的客户来说，分散投资的方法的确很安全，因为所有的波动都被分散投资抵消了。但事情的另外一面是，获利曲线相对平坦而乏善可陈。所以分散投资的方法虽然不会引起客户太大的情绪反应，但永远只能获得较为一般的利润。

然而，价值投资的目的是要追求远高于一般获利水平的高报酬率。尽管我们已经通过实际的案例来验证了这种投资策略的成功之处，但平心而论，价值投资过程并不见得都是平坦而顺利的，价值投资人也必须做好忍受市场短期波动起伏的心理准备。有一点可以肯定的是，潜藏于企业内部的真实价值终究会反映在股票价格上，而未来的股票价格上涨空间也将足以弥补短期股票价格波动所导致的损失，甚至产生更高的报酬率。

巴菲特堪称是不受市场短期波动起伏影响的具有极好心理状态的典范，他很少在意股票价格的一时波动。在这方面，巴菲特的老同事、老朋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



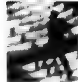
友，同时也是伯克希尔公司的副总裁查理·蒙哥也是如此。熟读伯克希尔公司年度报表的人都知道，他们两人在投资方面，不仅理念一样，而且更是互补对方不足的一对绝配合伙人。

蒙哥和巴菲特一样，在20世纪60—70年代经营了一家投资公司，因此可以自主地运用大笔资金操作投资组合。他过人的才智和投资操作手法再次验证了价值投资学派的理论精髓。蒙哥表示："在60年代我真的把复利表拿出来，然后比较所有股票的表现，假设各类投资组合的可能最高报酬率。"他运算各种投资组合的可能结果，也曾将他实际的持股放进各种组合中，以预测可能的报酬率及波动性，因为他认为计算所有的可能结果是最直接有效的办法。

蒙哥也提到："我觉得我就像是玩扑克牌的人，只要手上的牌非常好，就会大举加仓。"他认为："如果能真正掌握少数公司股票价格未来的可能走势，其实持有三种类型的股票就足够了。因为只要能完全了解这少数标的公司的状况，就算短期的股票价格波动也不会对我有任何心理影响。大家也都认为我最能克服因股价波动造成的心理障碍，这就是我坚信自己的投资操作方法的必然结果。"

有些人天生好运，特别能克服由股票价格短期波动所造成的心理障碍，但这种特质也可以靠后天学习培养出来。首先就是要调整惯有的投资操作观念和方法。如观念和操作方式一时无法立即调整过来，可以试着在市场行情发生波动时，让自己处变不惊，也不要随意抢着入场投资。这里就涉及投资心理学的问题，我们会在第七章里加以详述。只有对投资心理越了解，才越能掌控投资行为。社会学家们已经注意到心理层面对包括投资在内的社会行为的影响，从而发展出一门"行为财务学"，提供了另一种衡量投资成功与否的方式。例如股票价格下跌让人心碎，但换个角度考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



虑，这正是重新评估投资组合未来可能表现的最好时机。虽然评估不见得有立竿见影的效果，但对未来投资形势的判断应该是有所帮助的。巴菲特更是乐观地认为，评估绝对对投资有莫大的帮助。

我们之前说过，价值投资只是一个简单的投资理念，它和逻辑推理、数学和心理学等方面的知识紧密相关。我们已经讨论了价值投资的原则和观念，现在我们把这些枯燥的原则简化成基本的投资纲要。简言之，价值投资过程包含了下列重要步骤：

- 以巴菲特的投资选股原则评估企业，选择 10 ~ 15 家未来能获利增长并能延续过去良好表现的绩优股；
- 分配投资资金时，要将大部分资金集中投资于未来获利能够高速增长的企业；
- 只要股票市场不持续恶化，保持投资组合不变至少 5 年；可能的话，越久越好。同时做好充分的心理准备，不被股票价格的短期波动所左右。

价值投资是一种需要长期投资的方法。如果我们去问巴菲特最佳持股时间长度，他一定会说："永远。"只要这家公司的基本面表现胜人一筹，公司盈余有合理的增长，就没有必要急于脱手所持有的股票。巴菲特说："此时一动不如一静，这是最理智的决定。因为对大多数公司经营者来说，不会因为中央银行有可能调整贴现率，或因为华尔街专家对市场发表自己的看法，就冲动地决定脱手旗下的高获利子公司。如果大股东都不因此出手股票，为什么我们这些小股东就要急着有所动作呢?"

如果你手中拥有一家较差劲公司的股票，你最想做的恐怕莫过于如何提高持股周转率，因为你所持的股票不能达到预期的获利目的，就等于长期握有了一个烫手的山芋。而如果你拥有一家好的公司，情况就完全不一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



样了，你是否仍会老想着提高持股周转率，最后把手中的好股票也卖掉了呢？

巴菲特表示："如果采取长期低周转率的投资策略，投资者将会发现当初很少的持股量随着上市公司的送转股，最后会衍生出较多股权。如果遵循这种长期持股策略，投资人就好像买下了一群未来能够成为篮球明星的大学生，这群学生中的大部分人有望进入 NBA 职业篮球队。当初投资人在他们身上的投资利益，也就因此水涨船高，呈现倍数增长。那些建议投资人出手绩优的投资标的公司，就如同建议芝加哥公牛队赶快把迈克尔·乔丹卖给别的队一样愚蠢。"

投资人一旦选股买入一种或几种股票后就不要频繁变动。或许那些已经习惯于短线进出的基金经理人会对这种策略感到可笑，但它除了能使报酬水准较一般的高之外，至少还有另外两个好处：一是降低交易成本；二是增加税后盈余。其中任何一项都极具价值，更何况两者加总在一起，对投资组合获利会有更大的好处。

平均来说，共同基金每年的持股周转率在 100% ~200% 之间。以芝加哥为总部专门研究共同基金业绩表现的晨星公司指出："全美国 3560 只基金中，周转率越低的共同基金的成绩表现比高周转率的基金要好很多。"此项研究同时发现，在 10 年中周转率低于 20% 的共同基金的报酬率远高于周转率 100% 的基金，达 14% 之多。周转率指标如此重要，但却是最容易在实际操作中被人们忽视的一个环节。

低周转率的基金还有另一项重要优势，就是可以延迟课以资本利得税。具有讽刺意味的是，有些人以为高周转率就可以增加基金收益，其实却使税赋义务更加重。当基金经理人卖了一只股票再买进另一只股票，其原本意图是想增加基金报酬率，却不知道一卖一买之间增加了赋税的负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

担，而且还要保证所换的股票比原来的股票的资本利得更大才有意义。

如果有员工退休基金计划，你就不需要因该计划带给你的盈余或所得支付任何税款。可是如果你投资共同基金，该基金实现的任何资本利得将在转而派发给股东的同时，股东也将被课以资本利得税，你投资的基金卖出越多股票，就意味着你需要负担越多的税金。即使到年底时共同基金公布出来的成绩不错，但当你必须为资本利得支付税赋时，你的税后所得将可能远低于平均报酬。聪明的股东开始怀疑积极换股票型基金所提供的利得是否在支付了税金之后，还能高于那些比较省税的指数型基金。

除了那些免课税账户的个案，税赋是投资人要负担的最大一笔费用，因为它比手续费、佣金还高，而且通常也高过基金管理费用。事实上，课税已成为基金报酬率不佳的一个很重要的原因之一。基金经理人罗伯特·费弗里（Robert Feffery）和罗伯特·阿诺特（Robert Arnott）表示："税赋对我们而言是一个天大的坏消息。"知名的《投资组合管理》杂志刊登了他们两人所写的文章，题目就叫"你的获利是否足够支付税赋?"（*Is your alpha big enough to cover its taxes?*），这篇文章引起投资界的广泛讨论。他们在文章中写道："好消息就是还有其他可以大幅度降低这些常常被人们忽视的税赋问题的投资策略。也就是说，这些策略是解决另一个常被忽视的常识性问题，即未实现利益的庞大价值的方法。当一只股票的价格在不断上涨，但没有卖掉，它所增加的价值就是未实现利益。如果不将股票卖掉，就不存在被课以资本利得税的问题。如果你保留此资本利得，复利乘数效应会使你的获利变得更为可观。"

总而言之，投资人常常低估未实现收益的潜在庞大价值，巴菲特把这种低估称为"国库赠送的无风险贷款"。为了说明他的观点，巴菲特要我们去想象一个价值 1 元的原始投资每年以增长 1 倍的速度增值。如果你在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



第一年年底就卖掉了这笔投资，你的净收入是 0.66 美元（假设 34% 的税赋）。第二年你将余额 1.66 美元拿去再投资，年底价值再增 1 倍，连续经过再卖掉、付税、再投资的程序，到了第 20 年年底，扣除税收 1.3 万美元，你的税后净利为 2.52 万美元。另一种方法是，如果你的 1 元投资每年增值 1 倍，而且持续不卖出，到第 20 年年底，扣除税收 3.56 万美元，你的税后净利将是 69.2 万美元。

冷静地观察这些数字，可以使我们对一些事情想得更清楚。你如果不把每年的资本利得加以实现，经过复利计算，20 年后，你将会有一笔非常可观的利润。但是你的总税赋在第 20 年年底后也将会很惊人。这大概就是人们直觉感到要每年实现获利，进而控制税赋增长的原因吧。可是他们却为此付出了使总报酬减少的巨大代价。费弗里和阿诺特在他们的文章中计算了当周转率到多高时，将会对投资组合带来负面影响，他们的答案竟然和大部分人的直觉相反。许多人认为零周转率时投资组合所产生的税额最高，而当周转率增加时税赋将逐渐减少。但费弗里和阿诺特写道：“大家的传统看法是，周转率在 1% ~25% 之间算是低周转率，而且对获利不会有任何正面帮助。周转率高于 50% 才算高，而且对获利有正面影响。但事实却不是如此。”费弗里和阿诺特的研究显示：周转率为 25% 的投资组合所需支付只有周转率 100% 的投资组合所需付税的 80%。他们的结论是：低周转率比高周转率更值得重视，因为要达到高税后盈余，投资人需要维持投资组合的年周转率在 0 ~20% 之间。

那么，什么策略可以使投资人降低周转率呢？选择被动的低周转率指数型基金是一个可行的方法，另一个方法就是采用巴菲特的价值投资策略。费弗里和阿诺特说：“投资人最要紧的是建立一个长久的投资组合，不过这个建议听起来有点像是那些婚姻咨询专家在你结婚前所给出的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



建议。”

蒙哥解释道：“在今日的投资理财观里，每个人不但想赚钱，还都希望使每年的获利额起码不要输给别人太多，能赢别人很多当然更好。从一个理性消费者的观点看，我们整个投资环境是相当疯狂的，一大堆有才华的人都在从事一些无用的交易活动。”伯恩斯坦认为，在这种基金经理人业绩比赛的游戏中，风险不在于自己拥有的股票，而在于你所没有的股票，因为别人持有的股票报酬率可能比你的股票高。如果基金经理人的短期业绩表现不如其他人的表现，他们就将面临失去客户和被老板炒鱿鱼的极大风险。”蒙哥说：“害怕短期业绩低于整体市场报酬已经扭曲了整个投资业的心态。”但是，基金经理人还会辩称：“我们必须那样做，因为那是衡量我们行为的最重要标准之一。”

在这一章里，我们对共同基金的业绩问题作了篇幅不少的介绍，我们之所以选择基金作为讨论的对象，是因为大家对基金比较熟悉。但不要因此而推论，似乎这些错误的想法只有共同基金经理人才有。我们之所以用他们作为例子，也是基于他们的观念和行为代表了目前投资理财的主流趋势。从观察这些共同基金经理人的行为及想法中，我们可以反省、学习很多正确的投资理念和方法。通过分析，我们已经知道短线成绩超强的基金经理人并不一定就比短线成绩较差的基金经理人好，这是因为用来衡量基金经理人表现的时间区隔太短，以致无法让人作出任何有意义的结论。但是运用像巴菲特这样的另类评估指标（如总体盈余等），或许可以发现股票价格与基本面价值不相称的投资标的公司，这一发现可以使你因此大赚一把。我们也同时看到了低周转率之所以导致高报酬率，是因为交易成本降低和税赋减少这两个因素。最后不要忽视未实现资本的利得价值，除了被动的指数型基金之外，价值投资策略也可使你的未实现利益达到最大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



复利乘数效果，为你创造极为可观的利润。

最后我们以蒙哥说的话作为本节的结语，即："伯克希尔公司的投资不疯狂追求短线进出的获利额，因为这才是真正符合投资资本本质的有效方法。"

巴菲特学派的评估体系

其实，价值投资理念并非由巴菲特发明。早在50多年前，凯恩斯就已提出了这一基础概念，而巴菲特只是将此理论作了最成功诠释的实证人。从1995年起，由巴菲特主导的莱格·梅森共同基金（Legg Mason Focus Fund）成立，该共同基金操作15只股票。这也是巴菲特实际操作的第二个共同基金，第一个共同基金是水杉基金。莱格·梅森共同基金的成立，给予投资经理人非常珍贵的操作价值投资组合的机会，但是，莱格·梅森共同基金经理人近十年来接触了各种不同层面的人，包括股东、财务顾问、分析师以及其他投资经理人和媒体等，通过与他们的交流，发现目前价值投资经理人的操作确实与当今业界的主流操作方式相差甚远，其最主要的原因就在于逻辑思考方式上的不同。

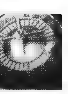
巴菲特学派的主要创建人之一——蒙哥，通过全方位分析模式帮助莱格·梅森共同基金经理人弄清楚了这种思考上的差异。1995年，蒙哥在美国南加州大学商学院（University of Southern California School of Business）古尔福德·巴德科克教授（Professor Guilford Badcock）的课堂上发表题为"投资专家的建议其实都是基本常识的一小部分：什么才是投资大智慧"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

（*Investment Expertise as a Subdivision of Elementary, Worldly Wisdom*）的演讲。对蒙哥而言，这是一次很有趣的演讲，因为它围绕着一个很重要的问题，即人们如何才能得到真正的智慧，也就是所谓的大智慧。蒙哥认为，若只是靠整理和引述资料和图表取得知识显然是不够的，真正的智慧在于了解这些事件和事件之间是如何相互影响、相互结合的。只有利用全方位的思考模式，累积相关的投资经验，投资人才能真正获得投资真经。蒙哥认为，投资人心中要有许多不同的并需加以整合的思考模式，如此才能获得全方位思考模式，进而建立起自己的投资组合。

要学习全方位思考模式，蒙哥认为首先要做到了解各种模式的长处和短处，而且必须跨越各个不同的领域去了解。他认为要成为一个成功的投资人，一定要具备多元化且全方位的思维方式。蒙哥指出："由于目前社会分工日益细化，反而对思想设限。例如，商科教授在课堂上绝对不讲物理学原理，而物理老师也不会提到生物学，生物老师不会提到数学，数学课也不可能教心理学。所以我们应该打破'学科间的藩篱'，用全方位的思维将各种学科的理论整合起来一并加以考虑。"蒙哥表示："人们的思考方式是有各种模式的。我们如果要比别人更有智慧，就要找到最基本有效的思考方式，因为它可以使我们考虑得更全面、更科学。"因此若要使价值投资更完善，就必须多方涉猎、整合各种观念和新知。比如了解心理学的行为模式，可以保持良好的投资心态；学习统计学的概率，可以做到在投资组合中进行最佳的资金分配。总之，只有了解市场复杂的运作模式，投资人才会发现预测市场的未来走势是一件多么愚蠢的事情。

整个学习过程无须太费周章。蒙哥认为："你只要掌握几个重要的观念就可以了，而不需要各种学科都精通。"这种训练有趣的地方在于，当我们整合分析各种思考模式，并发现它们的结果都指向同一个方向时，我



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

们就知道该如何做了。

价值投资最重要的是挑选股票。在这条学习之路上，投资人并不孤单，因为我们可以遵循巴菲特选股原则，汲取蒙哥投资大师的智慧以及伯克希尔公司成功的经验。两位大师就是把自己的公司和团队称作为“训练正确投资思考模式的教育机构”，通过他们，教给投资大众重要而有效的投资观念。蒙哥说：“伯克希尔·哈撒威公司其实是一个非常传统的地方，传统并不意味着迂腐，我欣赏的是那些蕴涵在传统中的真理，从而去找到可能的投资行为模式。”如果投资人能遵循这个原则去投资，相信应该会有相当不错的报酬。

巴菲特认为股票市场的价格常常是令人无法理解的。如果他的看法是对的，那么用股票价格作为衡量公司经营成绩的唯一指标就是一件十分荒唐的事。然而多年来我们对此却已经习以为常，因为整个投资业都是以价格导向为主。如果某只股票价格上涨，大家就认为有利多消息出现；反之，如果股价下跌，就是利空将要发生。但如果结论是价格无法完全合理反映公司的经营实况，那我们根据价格上涨或下跌所作的决定会是完全正确的吗？

另一个愚昧无知的习惯，就是只用很短的时间来评估股票价格表现。巴菲特说：“我们不但错误地以价格作为衡量指标，而且也过于重视股票价格短线的波动，并且太快地就对股票价格波动作出自己的决定。”这种单纯以价格为导向、短线操作的思维方式是非常愚蠢且错误百出的。可是这种思考模式却充斥在整个投资业界，有些人为了查询股票价格而天天打电话给营业员，甚至将其电话号码设定为快拨键。那些管理着上亿资产的基金经理人也随时准备在涨跌间进行买卖交易。基金经理人的投资组合周转率总是高得惊人，这些基金经理人满以为这就是他们天天应该做的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



令人匪夷所思的是，这些基金经理人常常告诫自己的客户要以平常心面对股票价格的波动状况，下跌时千万不要惊慌。他们甚至会寄信给客户，一再保证会赢利，客户不必要赎回基金，应该继续长期投资。可自己却在股票下跌时再也按捺不住。为什么他们说的和做的竟相差得如此之大呢？

1997 年，约瑟夫·诺西亚（Joseph Nocera）在《财富》（*Fortune*）杂志上刊登的一篇文章中指出，基金经理人常常建议客户采取“买进并持有”策略，可是自己却在投资组合中频频买进卖出股票，两种策略有天壤之别，存在着明显的矛盾。为了说明基金经理人的这种双重标准，诺西亚特别引用了晨星公司（Morning Star）的唐·菲利普（Don Phillips）的话，“所有基金的实际操作方法和他们所告诉投资人的方法的确存在着很大的差异”。

简单地说，如果基金经理人对投资人的投资建议是买进并长期持有，为什么基金经理人自己却每年疯狂地买进卖出股票？诺西亚认为：“答案是：共同基金的特性迫使基金经理人无法不重视短期业绩，因为共同基金行业已经变成一个完全以价格衡量为标准、以短线操作成绩为目标的游戏行业。”

平心而论，现今的基金经理人确实背负了极大的压力，他们必须随时创造出短线操作的成绩，因为唯有在最短的时间里作出成绩来才是对客户投资最有吸引力的 。一些著名报刊如《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）和《巴伦》（Barron's）杂志每 3 个月公布一次共同基金季报排行榜，这使基金经理人的心理压力更为加重。3 个月内操作成绩最好的基金会排在第一名，并且接受理财评论家在电视或在报刊上的正面褒扬。同时，基金公司也会做一些营销广告来自吹自擂，以吸引新客户来投资他们的基金。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



然，投资人是不懂得什么叫做价值投资的，他们投资基金的唯一标准就是看哪个基金能在最短的时间里为他们快速增加财富，他们就将资金投向谁。无疑，投资人会等着看排行榜中哪位基金经理人手气最旺，他们中的很多人利用每一季度操作成绩的排行榜来区分谁是非凡的投资经理人，谁又不是。

这种专注于短期投资业绩的现象在共同基金业界非常普遍，但这种急功近利的想法和做法却又并非只存在于基金经理那里。事实上，整个市场压根儿就没有创设一个以长期绩效来评估基金经理人业绩优劣的环境，所有投资人都被传染上了这种投资思维模式。营销模式一旦成为定式，即便市场上出现另一种可以有效提升投资报酬率的方式和策略，而且这种方式和策略还是被时间和实践证明确实是可以产生高于一般报酬率的，市场包括基金经理人在内的投资人仍会视而不见、充耳不闻。

1986 年，哥伦比亚大学商学院校友同时也是美国信托基金操盘人尤金·谢安（V. Eugene Shahan）针对巴菲特所说的“格雷厄姆和多德学派的超级投资人”写了一篇题为“短期操作成绩与价值导向的投资策略是否互相冲突?” （*Are Short – term Performance and Value Investment Manually Exclusive*?）的文章，谢安在文章中问了一个我们现在经常问的问题：如何用短期操作成绩来衡量一名基金经理人的能力。

他在文章中提到：“除了巴菲特外，其他被巴菲特形容为技术超凡的超级投资人也都曾经有过短期成绩不佳的低潮期。”就如同投资理财版的龟兔赛跑的故事一样，沙汉表示：“投资人太过于计较短期成绩。虽然短线操作成绩可能令他们安心，但是他们却因小失大，放弃了更大的长期获利的机会，这不是财富人生的一大讽刺吗？而格雷厄姆和多德学派的超级投资人丰厚的投资回报完全不是靠追求短线成绩得来的。”他认为，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



依照目前衡量基金业绩的标准看，这些格雷厄姆和多德学派的超级投资人当年将完全不会被投资人重视。

从表4－3中，我们也可以看到这5位超级的价值投资大师也曾经有过几个投资低潮的阶段，他们中只有巴菲特是一个例外。

表4－3 巴菲特学派的超级投资人的投资低潮期

代表人物	操作经历（年）	成绩欠佳时间（年）	成绩欠佳时间占全部时间的比例（%）
凯恩斯	18	6	33
巴菲特	13	0	0
蒙哥	14	5	36
鲁安	27	10	37
辛普森	17	4	24

管理宝柜基金有18年之久的凯恩斯操作成绩有1/3时间是低于市场涨幅的，而且他在前3年的基金操作成绩都低于大盘涨幅的18%之多（见表4－4和表4－5）。

表4－4 巴菲特学派超级投资人的业绩表现

代表人物	操作成绩落后于大盘涨幅的次数
凯恩斯	3
巴菲特	0
蒙哥	3
鲁安	4
辛普森	1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



表 4-5 巴菲特学派超级投资人的最差操作成绩

代表人物	操作成绩落后于大盘涨幅的成绩（%）
凯恩斯	-18
巴菲特	没有
蒙哥	-37
鲁安	-36
辛普森	-15

相同情况也发生在水杉基金身上。在过去 22 年的操作中，有 37% 的时间他们的成绩比大盘表现差。就像凯恩斯一样，鲁安也有操作上不顺的阶段。鲁安表示："在那几年我们曾被市场戏称为'操作失败大王'，因为我们的成绩很差，而且曾经在水杉基金成立后连续 4 年的成绩低于标准普尔 500 股票价格指数的涨幅。"到 1974 年年底，水杉基金的报酬率已远远比市场涨幅低 36%。"我们那个时候躲在桌子底下不敢接听电话，搞不清这个风暴是否哪一天会结束。"还好，这个风暴终于结束了，到了 1976 年年底，水杉基金报酬率在过去 5 年半时间里的表现高于大盘涨幅约 50%，到 1978 年，水杉基金报酬率高达 220%，而标准普尔 500 股票价格指数在这一时期里却只增长了 60%。

蒙哥也因为采用价值投资策略而必须面对股票价格上冲下洗的困境。在过去的 19 年里，蒙哥的成绩有 36% 的时间是低于大盘涨幅的。如同其他价值投资人一样，他也曾有过一连串霉运，从 1972—1974 年，他的操作成绩低于大盘 37%。

辛普森在他 22 年的投资操作过程中有 4 年的成绩是落后于大盘涨幅的，占了全部投资时间的 18%，他最差的一年操作成绩甚至低于大盘 15%。

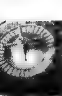
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.com

当我们把用电脑模拟出来的1987—1996年期间股市所有的投资组合加以分析，意外地发现了一个相同的趋势（见表4-6）。在这3000种、持有15只股票的投资组合中，有808种的投资组合10年报酬率战胜大盘。但在这808种组合中，却同样有将近97%的组合在10年中的报酬率都曾有几年无法战胜大盘的记录，分别有4年、5年、6年甚至7年的成绩落后于大盘的记录。

表4-6 价值投资组合的10年成绩（1987—1996年）

战胜/落后大盘的年数	持股数量	%
10-0	0	0.00
9-1	1	0.12
8-2	20	2.48
7-3	128	15.84
6-4	272	33.66
5-5	261	32.30
4-6	105	13.00
3-7	21	2.60
2-8	0	0.00
1-9	0	0.00
0-10	0	0.00

是否能够想象，在如今只注重一年短线操作成绩的投资环境里，凯恩斯、蒙哥、辛普森和鲁安如果从今天才开始他们的基金经理人的职业生涯，其结局将如何？很有可能他们会因为造成客户短期巨额亏损而被公司永远雪藏起来。然而值得争议的是，由于价值投资有可能要容忍几年较差



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

的报酬率，而投资的个人又要求短平快的投资结果，这就使得价值投资经理人面临着一个二律背反的困境，即究竟如何用价格导向来衡量一名优秀经理人？他可能有一年或三年较差的成绩，但从一个较长的时期看却最终获得了比一般投资经理人要卓越得多的成绩。或者他开始时较为顺风顺水，而到了后面遭逢一连串霉运，最终可能又化险为夷，这是任何一个投资经理人都无法预料的。对于这样的投资经理人又该如何评价呢？

价值终将在股价上得到反映

学术界和研究人员已花了很多年努力，试图找出什么样的基金经理人和什么样的投资策略才是最有可能战胜大盘的。著名的英国《金融时报》在过去几年曾刊登了几篇文章，这些文章根据许多知名大学已经作过的研究，深入探讨一个基本的问题，即共同基金的成绩是否有规则可循。虽然这些学者和教授针对这个问题已提出了不少想法与分析，但答案一直不那么令人满意。

在所有这些研究中，有四篇文章是针对学术性名词“持续性”所作的探讨，也就是说，投资人是否可以根据基金经理人最近的成绩表现来决定是否可以投资他们所操作的基金。投资人通常都相信基金经理人以往的成绩记录就是其未来成绩的风向标，这使得市场资金都去追逐以往成绩表现最好的基金。当这种投资决定是以一年作为衡量单位，也就是说，人们都以上年的胜利者很有可能也是下一年的赢家来作为思维定式时，我们就称这种现象为“抢手现象”（Hot Hand）。“抢手现象”真的能帮助我们从短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



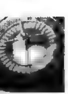
期成绩来预测未来哪个基金报酬率会较高吗？短期的投资业绩与未来持续赢利的关联性如何？

美国南加州大学商学院的马克·卡哈特（Mark Carhart）和普林斯顿大学的伯顿·马尔基尔教授（Burton Malkiel）分别作过这方面的研究，他们发现“短期成绩”和“业绩的持续性”没有任何相关性。另有3位哈佛大学肯尼迪学院的教授达耶尔·亨德里克斯（Darnyll Hendricks）、杰英杜·帕特（Jayendu Patal）和理查德·泽克豪泽（Richard Zeckhauser）也从过去15年的资料中得出分析结论：今年最抢手的基金经理人，并不必然表现为来年也是抢手的人选。

纽约大学商学院的斯蒂芬·布朗（Stephen Brown）和耶鲁大学企业管理学院的威廉·戈茨曼（William Goetzmann）所作的研究指出，追求基金的“持续性业绩”是共同的投资策略。换句话说，许多基金经理人为了持续成为抢手的基金经理人而采用相同策略。虽然学术界都努力从不同方向来探讨这一问题，但所有的研究都得到类似结论，那就是投资人无法用任何方法预测出未来能够表现得最好的基金经理人。投资人最后只好在几只“抢手基金”之间不停地转换，试图找到真正能够为他们提升获利水平的基金。而投资人衡量所谓“抢手基金”的标准，就是短期内股价的上升。但价格波动是否就是衡量的唯一标准呢？回答是否定的。

我们可以很容易地想象巴菲特会如何看待这些学术研究成果。对他来说，这些学术研究成果所代表的思想很明显，即我们不能依赖股票价格作为唯一的衡量标准，更必须抛弃以短线成绩作为投资决策的依据。但是，如果价格不是最好的衡量工具，那又是什么呢？因为即使是采用“买进并持有”策略，也并不表示就可以高枕无忧了，这里必须找到另一个衡量成绩的标准。幸运的是，的确有一个衡量标准，那就是巴菲特用以评判他个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



人及伯克希尔公司成绩的方法。

巴菲特曾说过："股票市场如果关闭一年或两年，我不会在意。比如像现在每周六或周日不开市，从来就不曾困扰过我。一个交易红火的市场不可否认是不错的，因为它提供给我们无穷的投资机会。但开盘与否却非绝对必要的事。"要完全理解这段话的意义，我们必须仔细思考巴菲特接下来说的话，"长时间持有股票不做交易，对我们一点都没有影响，就像我们不会想要知道伯克希尔公司旗下的子公司'世界书城'（World Book）和'费奇汉蒙公司'（Fechheimer）每天的股价一样，因为不论我们取得全部或部分投资标的的股权，获利的关键仍取决于标的公司的基本面良好。"

如果你拥有一家公司，可是却没有每天的股价来评估它的表现，你又如何知道公司是否天天有进步呢？其实你可以通过分析其盈余是否增长，营运毛利是否改善，或资本支出是否减少来作出评估，这就是依照公司的基本面质量来确定公司未来价值的办法。对巴菲特来说，评估一家上市公司成绩的方法与评估一家未上市发行股票的公司的方法是完全一样的。巴菲特说："蒙哥和我都认为应该让投资标的公司的营运结果来告诉我们投资是否正确，而不是靠我们每天或每年的股票价格，市场或许会暂时忽略其公司经营的成功，但终究会反映它的真实价值。"

但我们能依赖市场反映标的公司的价值吗？我们又如何能找出标的公司的盈余表现与其未来股价之间的相关性？巴菲特学派的超级投资人的答案是，如果持股时间够长，公司价值一定会在股价上得到反映。我们的研究也发现，持股时间越长，其与公司价值发现的关联度就越高：

- 当股票持有 3 年，其相关性区间为 0.131～0.360（相关性 0.360 表示股票价格的变动有 36% 是受公司盈余变动的影响）。
- 当股票持有 5 年，相关性区间上移至 0.574～0.599。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

- 当股票持有 10 年，相关性区间上升至 0.593 ~ 0.695。
- 当投资股票达 18 年之久，其相关性增加至 0.688。

这些数字代表了一个相当有意义的正相关关系，其结果也在很大程度上支持巴菲特学派价值投资的理论，即一家公司的股票价格在持有一段足够长的时间后，一定会反映公司基本面的状况。但巴菲特同时指出，一家公司的盈余表现和股票价格表现的相互影响过程通常不是很均衡的，也无法充分预期。也就是说，虽然盈余与股票价格在一段时间里会有较强的相关性，但股票价格何时反映基本面的时机却难以精确掌握。巴菲特表示："就算市场价格在一段时间内都能随时反映企业价值，但有可能在其中的任何一年产生大幅度的变动。"65 年前，格雷厄姆也曾教过类似的课程内容，他说："在短时间内市场是一部投票机器，但从长时期看却是一部累积加权机器。"很明显，巴菲特并不急于要求市场认同他所相信的真理。他说："一个公司的成功有没有被市场快速认同并不重要，只要公司内部价值以令人满意的速度增长就好。事实上，较晚的认同更有利，因为它可以给我们充分的机会以较低的价格投资更多更好的标的公司。"

巴菲特的总体盈余法

为了帮助股东们了解伯克希尔公司的股票投资价值，巴菲特发明了总体盈余方法。伯克希尔公司的总体盈余是该公司及其转投资公司营运盈余的总和，加上投资股票巨大的保留盈余，以及该公司在保留盈余没有派发股息的情形下必须付出的税金计提部分。保留盈余是公司全年盈余没有以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

股息方式派发给股东反而再投资回公司的资金。许多年来，伯克希尔公司的保留盈余来自于惊人的股票投资报酬，包括可口可乐、联邦房屋贷款公司、吉列刮须刀公司、华盛顿邮报以及其他质地不错的公司，到 1997 年，公司保留盈余总金额达到 7.4 亿美元。不过根据现在的一般会计原则，伯克希尔公司还不能在损益表中公布其每股保留盈余。尽管如此，巴菲特指出，保留盈余还是有其明显的衡量价值的。

原本这个总体盈余方法是为伯克希尔公司的股东们设计，为他们作参考用的，但它同时也为价值投资人检验投资组合提供了一个指标，尤其是当股票价格常常无法完全同步反映公司基本面的时候。巴菲特说："每一位投资人的目标就是建立可以在未来十几年还能产生总体盈余最高的投资组合。"

从 1965 年巴菲特领导伯克希尔公司以来，该公司的总体盈余一直与公司的股票价格同步增长。但是，其平均两倍的增长却并不是在每一段时间的表现都是这样的，许多时候，盈余会比价格先行反映出来，尤其是当格雷厄姆口中的"市场先生"表现得较为低迷的时候。同样，有时价格比盈余又先反映出来（这就是格雷厄姆所说的"当'市场先生'特别激昂兴奋的时候"）。但是无论如何，彼此的关联性必须经过一个较长时期才会得到应有的反映。巴菲特安慰说："这种方式会迫使投资人思考标的公司的长期远景，而不只是炒作短线题材，如此操作，成绩才会有大进步。"

当巴菲特考虑准备进行一项新的投资时，他会先与已经拥有的投资进行比较，看新的投资是否会表现得更好。伯克希尔公司已经拥有一个完备的评估体系来衡量新投资案，因为它过去已积累了许多不错的投资案可供比较。蒙哥强调，巴菲特所说的方法对于任何投资人都非常实用。对于普通投资大众来说，最好的评估指标就是自己已经拥有的投资案。如果新投资案的未来潜在表现还不如你已经拥有的那一个好，就表明它还没有达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



你的投资门槛。以此方法可以有99%的把握检验出你目前所看到的投资案的价值。

用手上已持有的投资案作为自己的评估标准，分析总体盈余、股东报酬、安全毛利空间等指标。当你决定买进或卖出一只股票时，你实际上已经提高或降低了你的评估标准。基金经理人的工作就是长期持有绩优股，并深信未来股票价格终将反映出标的公司的赢利状况。你也可以把自己当做一名基金经理人，想办法提高这些评估指标的标准。蒙哥说："这是一个很重要的思考方式，而一般商学院通常都不会教。"

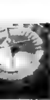
我们再回想一下，美国标准普尔500股票价格指数也是一个评估指标。它是由500家公司组合的指标体系，每一家公司都有独立的股东报酬率。如果要超越标准普尔500股票价格指数的涨幅，就必须使投资组合内所有公司的加权平均评估指标比指数更好。我们写作这本书最重要的目的，就是希望投资人能依照这种评估方法去进行投资组合。

资本城公司（Capital Cities/ABC）的负责人汤姆·墨菲（Tom Murphy）曾说过："经营者的工作不是要将火车的车厢越挂越长，而是要让它跑得更快。"

你不应该因为价值投资不强调用股票价格衡量投资绩效，就借口不去面对检验成绩表现的责任。虽然每个市场都有其特殊现象，但是依照基本面评估指标来解释择股原因和标准则是必需的。采用价值投资策略的经理人不应该成为股票市场的价格奴隶，但仍必须随时注意所有投资组合中标的公司的基本面变化。

如果价值投资经理人没有掌握投资组合中成员公司的基本面变化，那么，市场很有可能还是不会买你的账，不会对你当初选股的努力作出任何的正面反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



选股的真实价值

巴菲特在作投资决定的过程中，第一要务就是决定标的公司的真实价值，这样的过程通常是艺术和科学的结晶，其中科学部分牵涉到数学知识，但这类知识并不十分复杂。衡量标的公司的目前价值，一般都是先估算公司一段时间内的现金流量，依合理折现率将这些现金换算成当期净现金流量。比如说，先估算一百年或一直到这家公司不存在为止的总现金流量，然后再将这个数字依合理折现率折算成现在的净现金流量。在这一过程中，我们可以发现企业内部的实际价值。

上述这项假设首先是被约翰·布尔·威廉姆斯（John Burr Willianms）在他的一本叫做《投资价值理论》（*The Theory of Investment Value*）的书中提出来的。虽然这本书已有60多年的历史，但是书中的评价理论直到今天还颠扑不破。如果把这种评价过程和债券评价方法相比，似乎更容易被理解，因为其背后的数学原理都一样。债券虽然没有所谓的现金流量，但债券却有票面利息支付。虽然债券并不反映无限延长的企业生命，但债券在存续期到期时必须把本金还给投资人。我们看待企业现金流量，就好像看待一个附带票息、存续期间一百年的债券一样。其实，企业未来也要把获利回馈给投资人，只不过这些利息并非像债券票面利率那样是白纸黑字写在债券上的，而是需要投资人自己衡量标的公司未来可能的增长率。

计算公司获利必须先取得两项数据：第一，未来可能的获利；第二，将未来可能的获利折算成当期获利的折现率。巴菲特通常以当时政府长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

公债增值利率作为折现率标准来计算，因为美国政府30年期公债的利率是百分之百有保证的，所以我们也称这种利率为“无风险利率”。不论投资标的是政府公债、公司债、普通股、房屋不动产、油井还是农场，巴菲特认为无风险利率是用来衡量各种投资标的或投资组合的最好指标。

巴菲特不会因为某些投资报酬不确定而随意调整折现率的高低。尽管某一项投资较其他投资，看起来风险稍高，但他还是维持折现率不变，只是调整购买价格。换句话说，他不会像资产定价模式理论那样，如果投资组合中的单一投资风险较高，就加入其他股价波动风险较低的投资，试图达到降低风险的目的。他只做在最初投资时选择股价低位时介入的事情。

他认为，如果投资人能了解标的公司的特性和未来发展状况，就不太需要再靠其他投资组合来降低风险或增加投资稳定性。相反，越不了解标的公司的状况，投资人就越想靠其他风险分散策略来增加投资的安全性。

伯克希尔公司曾有几个较大的股票投资案，对这些投资案作分析研究，我们发现部分案例所涉及的被收购公司获利率甚至超过市场无风险利率。因此用两段式股利折现模式似乎比较合适，即：（1）当企业处于刚开始发芽成长的先期阶段，采用较高的折现率；（2）当企业发展处于较稳定状态时，则采用较低折现率。

巴菲特在1988年买进可口可乐公司就是一个很好的例证。当时长期政府公债增值利率为9%，可口可乐获利增长率则达15%，9%减掉15%，得到一个负数，从而使得这种计算结果没有任何意义。为了解决这一问题，我们采取了两段式折现模型，首先假设可口可乐的股东净获利（净现金收入+折旧÷分期付款－资本支出）将保持高于平均水平的增长率，可以持续增长至少10年，然后增长率降低到大约5%，所以，在第11年的时候，可以将9%的无风险利率减去5%增长率，得到4%的公司未来获利


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

增长折现率。

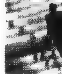
大多数美国投资人都认为可口可乐的股东净获利理所当然地可以保持15%以上的增长速度至少10年以上，所以他们认为巴菲特的假设和预测太过保守。而有些投资人则坚持可口可乐未来10年的情形很难预测，所以只能以15%的增长率来预估其今后5年内的股东净获利增长。这两种看法似乎都有些道理，但我们认为不尽然。请牢记巴菲特曾说过的一句名言："宁可约略的正确，也不要精确的错误。"因为我们的研究重点不在于可口可乐公司获利到底是否能在5年、7年，甚至10年内以15%的增长率增长，而在于投资前要花时间研究标的公司的真实价值，不能靠一些旁门左道的捷径，这些捷径可能可以准确到小数点后几位数，但还是无法衡量出这笔投资的真正价值在哪里。

另外，人们常问的是有关股利折现模式的问题，即当无风险利率为9%，一切问题似乎都很好解决，但问题是，目前无风险利率只有5%或6%左右，该怎么办？举例说，当利率水平只有6%，减去标的公司5%的获利增长率，公司股东净获利折现率只有1%。对于这种现象，巴菲特又是如何解决的呢？巴菲特认为，身处低利率环境中，他会将折现率向上调高。当长期公债增值利率低于7%，他就将折现率调高到10%。如果长期市场利率逐渐攀升，市场利率就会和他的折现率靠近。就算市场利率不再攀升，他的投资案也因此多保留了3%的安全利率空间。

铁律：投资获利高于资金成本

投资人当然都同意高毛利、高获利企业是好的投资标的物，而且如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



企业股东报酬率也相应高的话就更完美了。但是，要不要以经济附加值的方法来衡量标的公司，则是见仁见智的问题。在这一问题上，人们又不约而同地看巴菲特是如何对待的。

附加值评估最先是由纽约斯特恩·斯图尔特（Stern Stewart）投资顾问公司使用的，它是一种衡量投资报酬是否高于资金成本的投资原则。过去十几年来许多著名公司包括可口可乐、礼来公司（Eli Lilly）和 AT&T 公司内部的投资案等都相继采用这种方法。

这种方法首先要知道企业负债成本，而后减去公司净利。负债成本是流动负债成本和股东权益成本的加权总和。简单地说，流动负债成本是企业借钱所需支付的利息；股东权益成本则视企业的风险高低有所不同，企业风险是由资产定价模式来衡量的。公司加权平均资金成本 = 股东权益占负债结构比例 × 成本 + 流动负债占负债结构比例 × 成本。

举例来说，假如一家企业的负债结构中有 60% 是股东权益，而另 40% 是流动负债，如果股东权益成本为 15%，流动负债利息为 9%，则这家企业的加权平均资金成本等于 $60\% \times 15\% + 40\% \times 9\% = 12.6\%$。如果企业资本报酬率一直高于加权平均资金成本，则公司股票价格通常会上扬。但如果上述公司的资本报酬率一直只有 10%，低于它的加权平均资金成本，它的股票价格通常会下跌。

附加值法是采取高资本报酬率门槛来衡量投资标的公司的一种方法。此外，巴菲特还有其他的衡量方法，比如，他喜欢比较公司的市值增长率和保留盈余增长率是否一致，因为他认为公司每保留 1 元在账上，公司市值最起码也要增长 1 元。表面上看，巴菲特的这种选股方法（1 元保留盈余至少创造 1 元市值）和斯特恩·斯图尔特公司的附加值选股法似乎有异曲同工之妙，但巴菲特却不太苟同附加值的择股法：首先，附加值法对股


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
佣金地点费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

票价格波动风险的看法根源于资产定价模式。我们已经知道，巴菲特不认同股票价格波动越大风险就越高的看法。其次，因为股东权益成本一定高于流动负债成本，因此，如果流动负债成本在负债结构比例上大一些，公司整体负债成本就会往下修正。巴菲特喜欢的公司最好是负债接近零或无负债，而附加值选股法则认为高负债比例代表公司的负债成本低，这种说法无法让巴菲特认同。其实，企业负债成本到底多少合适，一直是一个商业秘密，外人很难掌握到这方面的信息，所以附加值选股法只不过是衡量公司负债成本方法中的一种而已。

巴菲特远离华尔街上那帮疯狂的人群，自己默默地投资运作，只是在几年前才被人们称为美国首富。1993 年，《福布斯》杂志第 400 期将巴菲特列为美国首富，身价 83 亿美元。根据《福布斯》的计算方法，巴菲特在 1994 年变为次富，身价 92 亿美元，位居身价 93.5 亿美元的比尔·盖茨之后。1994 年 10 月 10 日，巴菲特在坐落于林肯市的内布拉斯加大学做了一次演讲，他说："盖茨排名居前的唯一原因是他们把他的家产也计算在内。" 2002 年，《福布斯》再次把盖茨列为首富，身价 530 亿美元，而巴菲特则为次富，身价 350 亿美元。然而在 2002 年春，巴菲特和盖茨恰好并列为世界首富。

如果我们要真正了解巴菲特现在所拥有的 350 多亿美元资产（大约相当于石油富国科威特 1 年的国民生产总值），就应当看一看他的负债情况，他的负债为零。多年来，他仅有的一次负债是一笔 7 万美元的抵押贷款，现早已还清。这笔贷款是他在 1971 年用于购买一栋三室两卫的房子，这是他的第二处房屋，位于加利福尼亚州的拉古纳滩，站在埃默洛尔德湾可以远眺太平洋，他每年来这里欢度圣诞节。这栋房子当时价值 15 万美元，现已升值，估价为 18.5 万美元。巴菲特的资产负债率完全符合他在投资中所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



坚持的一个概念——安全边际收益。

1991 年 9 月 13 日，巴菲特在跟所罗门公司的客户们谈论他讨厌负债时说：“站在你们眼前的这个家伙，曾经负债 7 万美元购买了位于拉古纳滩的一栋房屋，我买这栋房子是因为贷款利率低……这是我很多年来所欠下的全部债务。”现在，巴菲特在拉古纳滩的老房子后面又添置了一栋新房子，以满足其家庭人口不断增多的需要。根据爱达荷州梅里迪安的伯克希尔公司股东伦妮·约翰逊的叙述，1999 年 9 月 29 日，威利商店在爱达荷州博伊西市附近举行开业仪式，巴菲特在仪式上说：“我从未变卖过任何一栋房子。我一直住着我自己的房子，我拥有这栋房子已有 41 年的时间，我还添购了另外 4 栋房子，但从未出售过其中的任何一栋。”巴菲特拥有的房屋有 1 栋在奥马哈市，有 2 栋在加利福尼亚的拉古纳滩，还有 2 栋位于旧金山。

除了他的财富之外，巴菲特的投资思想和投资观念在世界上也极具影响力。对所有那些追求财富的人来说，巴菲特提出了两条具体原则：

第一条原则：千万不要亏损。

第二条原则：千万不要忘记第一条原则。

一位伯克希尔迷据此提出了两条新的原则：

第一条原则：千万不要抛售你的伯克希尔股票。

第二条原则：千万不要忘记第一条原则。

虽然巴菲特不会用附加值选股法来计算企业负债成本，但并不表示他不重视公司负债成本的高低。所有伯克希尔公司的子公司如果向伯克希尔公司融资，是要支付利息的。但巴菲特表示，他从不倾向使用太复杂的方式来衡量负债成本。他说：“我们只是很简单地告诉来借钱的公司我们要求的利息，并让他们决定在这种资金成本下他们是否还需要添购新设备。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

通常我们都收15%左右的利息，他们也都能接受这种利率水平。毕竟我们也不想让那些应该要做的事因为利率过高而无法去做。”从巴菲特要求他自己的企业内部借款利息成本控制在15%左右，我们可以清楚地知道他对内部子公司获利增长率的要求肯定要高于15%，否则，他的下属所做的一切都是无用功。至此，我们知道15%是巴菲特衡量公司负债成本的平均标准，也就是说，不论他的子公司向母公司借款购买任何东西（如研究器材、新机器或从事推广营销），都要有至少15%的报酬率才行。

伯克希尔公司的贷款内规和附加值选股原则都是计算资金成本的方法之一，虽然两者评估的方式不太一样，但追求的目标是一致的，这就是要投资获利率高于资金成本的公司，而脱手或不投资于资金成本高于其获利率的公司。在伯克希尔公司1995年年度会议中，巴菲特被问及是否要用附加值选股法时说：“我不认为这是一个很困难的问题，但是我并非一定要用附加值选股方法才能发现可口可乐有极高的附加值。”

把自己当做是公司大股东

巴菲特认为，最好的经营者就是把自己当做是公司的大股东，把公司当成是自己的好好经营。如此一来，经营者就不会忘记企业经营的最大目标就是创造股东价值，而且他们也会想办法尽量往此方向努力。但是我们要如何分辨出哪些经营者真的是在积极地朝着创造股东价值方向努力，而哪些只是嘴巴上说说而已，实际做的又是另一套呢？换句话说，我们要如何评估经营者的价值？巴菲特用三种原则来衡量企业经营者：（1）合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



性；（2）诚实度；（3）企业准则。

我们大家都知道，当公司创造出高额股东报酬，经营者的任务就是负责将这些获利做合理的转投资，使公司获利更高，也使所有股东都能利益均占。但是，如果这些获利无法通过再投资赚取更高利润，经营者也可以有三种做法：（1）想方设法以相对较低的投资报酬率从事转投资；（2）留在账面上使每股净值增高；（3）通过发放现金股利把盈余部分分配给股东，股东就可以拿这笔钱去从事报酬率更高的投资。巴菲特认为只有第三种方法是最合理的，而且还可将公司经营者倾向采取上述哪一种方法来为股东创造价值，作为投资人决定是否要投资该公司的评估指标。显然，通过公司年报，投资人可以很清楚地看到经营者是如何作盈余分配决定的。

除了合理性之外，我们还要注意经营者的诚实度。任何公司在经营过程中或多或少会犯错误，有些错误可能甚至大到影响公司运营的稳定性，有些则只是一些可以忽略不计的小错误。不少经营者倾向于以乐观的口吻来粉饰自己的错误，而不是以诚实的态度来解释导致这些错误的来龙去脉。经营者如果有勇气对股东们开诚布公地讨论失败的原因，那么这是一件非常值得敬佩的事。巴菲特认为，公开承认错误的经营者，比较而言，更可能会主动去纠正错误。现在的情况是，上市公司年报大都是吹嘘成功，粉饰太平的，而没有承认错误和认识错误的部分，更别说有具体的纠错措施。所以，巴菲特认为这是“企业准则”形成的企业不良风气造成的，因而，诚信很重要，实事求是，脚踏实地，才能为公司创造最大的财富。

用以上三项原则来衡量公司经营者，其实比衡量企业财务表现还难，因为活生生的人比死板数字要复杂得多。的确，有些分析师认为，分析人的结果太过模糊和不准确，无法准确确定经营者的实际价值何在，因此这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

种评估似乎有点浪费时间。他们以为，如果无法进行定量化，一切评估都没有意义。同时，也有另外一些人认为，经营者价值早已清楚无误地反映在公司如营收、获利率和股东报酬率等指标的表现上了，因此无须再去评估经营者的价值。这两种说法虽然各自多少都有些道理，但都比不上巴菲特所谈及的评估经营者价值的三个原则。因为多花时间去研究企业基本面，可以让投资者在公司财务数字公布之前就发现某些警讯。只要投资人仔细研究公司经营过程中的一言一行，就能在报纸公开该企业财务状况前就及早发现企业经营的蛛丝马迹，未雨绸缪。

如果投资人觉得衡量经营者的价值观还是太模糊，巴菲特提供的下面几个方法可作进一步的参考：

- 翻阅企业几年前的年报，仔细分析经营者当时所发表的关于未来策略的报告；
- 把那些策略和现在的结果作一比较，看看当时的策略到目前为止实现了多少；
- 比较当时所发表的策略和近几年所发表的策略，看看到底又变化了多少；
- 拿自己感兴趣的投资标的公司的年报和同一产业其他公司的年报作比较，虽然有时很难找到完全相同的公司，但多少可以增加分析资料的可信性。

价值投资人都会仔细衡量企业经营者的价值，因为他们只打算长抱少数绩优公司股票，所以他们必须深入了解这些企业经营者。研究他们的历年年报之后，投资人对公司经营者过去的表现便会有全面的了解，同时也会去分析媒体和其他企业家、分析师对公司经营者的评论。如果想知道这些经营者最近曾发表过什么言论，也可以通过该公司的董秘办得到经营者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



讲话的材料并仔细研读。投资者也可以自己上网查询公司的最新动态。千方百计地收集所投资的标的公司的信息，是一门重要功课，千万不要因为比较费事而忽略了此项工作的重要性。只要留心经营者的行为，做一个有心人，投资人就能更加准确地把握投资标的公司的整体状况。在一个较长时期的观察分析中，投资者甚至可能将这种种的蛛丝马迹串联起来，从中看到企业经营者的经营本质。作为投资人，也会比别人更早获悉所有可能影响股价的信息。

如果市场都能像巴菲特讲的那样，常常是很有效率的，但又不随时都是有效率的，那么，衡量经营者的价值就成为了投资者抢占市场之前所必须要做的重要分析工作之一。

价值投资还是增长投资

过去30多年来，巴菲特的选股策略很少改变。他投资的衡量标准包括公司经营者的能力、财务状况和买进价格。表面看这些都很简单且直接，但是简单背后却有巴菲特长期以来强调的区隔价值导向投资和增长型投资的哲理。

传统上被称为“价值投资者”的人，通常会投资股票价格被超卖而低于公司价值的股票，如低的股票价格净值比、低本益比和高股利低股价的股票。而那些被称为“增长型投资客户”的人则喜欢投资获利大幅增长的股票。巴菲特说：“大部分分析师总以为这两种选股方式是相互对立的，的确也有许多投资专家认为价值与增长这两个观念是没有什么交集的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



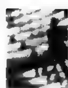
但巴菲特对于价值和增长却有着不同于大部分分析师的观点。

巴菲特在许多场合解释过："股票的价值在于投资过程中以适当折现率算出总的净现金流入，而增长率只是计算总的净现金流入中的一部分。"巴菲特因此认为价值和增长是一个分进合击的概念。蒙哥说："这些想要完全弄清楚价值和增长的企图让我觉得十分离谱，这只不过是一些退休基金经理人为了想多收一些手续费，或者是投资顾问想凸显自己的与众不同而炫耀装饰的话题而已，没有多少实际用处。但是对我而言，比较聪明的投资方法是价值导向投资。"尽管巴菲特和蒙哥已经解释了"价值投资"和"增长投资"之间的差异并没有大到需要分别说明的必要，但业界主流仍倾向于将这两种投资概念分开来加以解释。于是，投资者遇到了自己是属于"增长导向投资人"还是"价值导向投资人"的问题。蒙哥的建议是价值导向比较好，但同时提请投资人千万不要要求自己非低价股票不买，从而落到一定要买入价格很低的股票的陷阱里。

巴菲特属下的基金经理人比尔·威廉·米勒三世（Bill William Miller III）是一位在增长和价值导向的观念冲突中拿捏得恰如其分的典范，他过去的投资业绩惊人。他是如何做到的呢?

1982年以巴尔的摩城为总部的莱格·梅森证券和基金管理公司发行了一只基金作为公司主力旗舰基金，名叫"高价值基金"（Value Trust）。该基金1982—1990年由当时的研究部门主管厄尼·基恩（Ernie Kiehn）和初次涉水但却十分聪明的比尔·米勒共同管理。比尔走上资产管理这条道路是相当传奇的，当其他人都在各大学商学院研究现代投资理论的时候，比尔却在美国东部著名的约翰·霍布金斯大学就读于哲学研究所。当其他准基金经理人都在研究马科维茨、夏普和法马的投资理论时，比尔却在读威廉·詹姆斯（William James）的实用主义（Pragmatism）和约翰·杜威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



（John Dewey）的《实验逻辑理论》（*Essays in Experimental Logic*）一书。他毕业后曾经短暂担任过某企业财务调度人员，使他得以有机会了解到企业的资金运作情形，接着他就进入了莱格·梅森公司的研究部门，并与厄尼·基恩一起管理这只基金。

20 世纪 80 年代，高价值基金实践了两项理论，那就是基恩和比尔采用的相同价值投资法则但不同的投资策略：如果说基恩遵循格雷厄姆的方法，专门投资低本益比、低股票价格净值比的股票，也就是所谓价格被低估的股票；那么，比尔则采取了风格迥异的方法，用比尔的话来说："我的选股策略较像格雷厄姆曾提过的选股方法，巴菲特对这种方法也曾详细说明过，那就是以公司未来现金流入折算成公司现金价值的评估方法，重点在于通过这种衡量法，我们可以理性地衡量出公司的真实资产，如此便可以在股票价格很低的时候买进该公司股票。"

1990 年，比尔开始全权负责这一基金的管理工作，并开始实践他自己的投资策略。他的基金成绩在 20 世纪 90 年代打败市场无敌手，1991—1998 年，高价值基金业绩连续战胜标准普尔 500 股票价格指数。1998 年年底，比尔杰出的操作成绩使他获得《晨星》杂志评选的年度全美最佳股票型基金经理人。

《巴伦》杂志的艾瑞克·沙维兹（Eric Savitz）认为，比尔的成功在于"他的眼光看得很远，而且看得很集中。从长远看，你可以清楚地发现他的投资策略非常有用"。沙维兹长期追踪比尔的投资成绩，并在《巴伦》杂志上发表有关共同基金的文章。沙维兹描述比尔是一个相当低调的人，从不会到处宣扬他的业绩表现。而在投资市场中，到处宣扬自己业绩表现的基金经理人却大有其人，他们喜欢上电视节目里吹嘘自己有多厉害。但比尔却从不这么做，而且他比其他基金经理人的投资眼光更锐利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



目前，比尔替莱格·梅森管理了大约120亿美元的资产，其中有90亿美元是属于高价值基金。虽然严格来说比尔还不算是价值投资者，但他已相当接近价值投资的标准。他的高价值基金投资组合中通常保持30～40只股票，并且将半数以上的资产投资在其中的10只股票上。《晨星》杂志编辑埃米·阿诺特（Amy Arnott）认为："比尔·米勒和巴菲特有许多非常相似的地方，他们的股票周转率都很低，持股也都较集中，而且评估股票的投资价值也都是从公司现金流量来着手。"

虽然比尔的投资方法较偏向于价值投资方法，但他不见得完全符合一般投资刊物对价值投资者的简单定义。比尔并不常用价值投资的评价方法，如每股获利或每股净值等。他说："我常试图分辨哪些股票的股价理所当然地要低，而哪些股票的股价又不应太低。有许多好公司的股票被投资人忽略，而且股票价格被低估。最要紧的就是选择股票价格相对较低的好公司，而不要去投资营运成绩不佳而股票价格低的公司。"

比尔用非常挑剔的选股眼光，采取持股长期持有的投资策略，的确使他领导的高价值基金成为20世纪90年代一颗耀眼的明星，但也因此引发了一些争议。由于高价值基金的持股中同时包含了价值导向的股票和增长导向的股票，所以比尔常被人攻击不是一位纯价值导向的投资者。《华尔街网站》杂志就刊出吉姆·克拉默（Jim Cramer）的文章，批评比尔算不上是一个真正的价值导向型的基金经理人。

克拉默是《华尔街网站》杂志的发起人之一，文笔非常犀利，他写了一篇有关价值导向基金的评论文章。在文章里，克拉默公开批评部分号称是价值导向的基金，其实投资的还是市场一般认为的增长型导向的股票。他采用的资料是从《投资者商情日报》（*Investor's Business Daily*）所提供的价值导向基金成绩指数表中选取的，他指出：部分列在价值导向基金指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



中的大量基金，其实做的是增长型的股票，如戴尔电脑（Dell）、美国在线（AOL）、微软（Microsoft）和朗讯（Lucent）等。他说："这些股票又怎么能代表价值导向的股票呢？得了吧！"

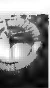
克拉默还说："我不想让人听起来太过愤世嫉俗，但我不知道这些经理人的脑袋到底在想什么。基金界是我看到过的所有产业中最好张冠李戴、乱点鸳鸯谱的产业。我希望业界能明确界定'价值'的定义，因为本益比那么高的股票不该被称之为价值型股票。价值似乎已成为被人利用的一种面具、一种不怀诚意的营销手段，专门欺骗那些不想投资这种喷鼻血股票的投资人上门。"

米勒寄了封回函给《华尔街网站》杂志以作为回音，在这封信中，米勒谈及了有关价值型投资和增长型投资之间的全部有争议的内容。以下是米勒的信：

亲爱的吉姆：

在由您主笔的"价值和增长"的专栏中，似乎对由我管理的兰格·梅森高价值基金颇有微词。您认为既然我所管理的基金被编列在《投资者商情日报》的价值型基金成绩指数中，为何还要大笔投资戴尔电脑和美国在线（顺便在此申明一下，我手中并没有微软和朗讯的股票）。1996 年，我以每股 4 美元的价格买进戴尔电脑股票，当时的本益比约 6 倍，资本报酬率约 40%。没有人认为我是一个异类。而我在 1996 年年底开始以每股 15 美元价格大笔买进美国在线股票时，人们认为我疯了，因为他们认为这家公司可能因为网络科技的剧烈变动、微软加入战局或公司内部经营不善而可能发生问题（经过这几年的不断配股，比尔买进戴尔电脑的成本已经降至 2 美元，美国在线则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



降为每股7.5美元——作者注）。

这样，问题的关键点在于：到底我们现在要用什么方法来衡量这些股票的价格是高是低？用本益比呢，还是用股票价格净值比？部分的答案是与整体投资策略有关。许多基金经理人的股票周转率超过100%，因为他们希望频繁换股直到换到好股票。而相反，我的股票周转率只有11%，为业界少有。找到价格低的好股票，在股票价位绝对低的时候大量买入建仓并持股抱住不放数年，我认为这种投资过程应该是很合理的。在一个投机性很强的市场中，长期投资虽很少见，但我们一直坚持这种做法。我不认为股票价格上涨很多，就要急着卖掉，也不认为持股一段时间后有必要调整持股。

对于上述问题，最好的解答是股价和价值是两个不同且独立的变数。巴菲特曾经说过，价值导向和增长导向其实没有太大的理论差异，每一笔投资价值就是标的公司未来现金流量的目前价值。价值和增长并不是绝对对立的，它们只不过是一些投资顾问依照客户的要求试图区分的不同名词而已。它们只能呈现出股票价格的特色而不是公司本身的状况。蒙哥认为硬要去区分它们是一件非常愚蠢的事。

自从1982年以来，91%的基金经理人的业绩无法超越市场涨幅。在我看来，这个市场算是有效率的。大家既然都有电脑和各种随手可得的资料库，电脑又可以查询到各种财务资料，例如公司的本益比、股价净值比、股价现金流量比等，确实很难使你的操作成绩比别人明显高出许多。就算把所有会影响股票价格的财务分析资料都用上，也不见得有很好的成绩，因为大家都在这么做，价格的差异很快被填平。如果投资组合的成绩能长期超越市场表现，通常是因为组合中有许多价格被低估的股票，市场还没有对这些股票的未来价值作出正确

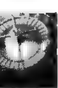
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

计算，而我们却已洞察先机去发掘一些市场评估声音不同的股票，参考市场上对该股票的评价，再用我们自己的方法来加以评估，两者相比较后才作出最后的投资决定。我们用的方法除了一些会计上常用的之外，还有如未上市市场价值分析、高度财务杠杆收购分析、公司的清算价值等，当然我们还用现金流量折现模式来衡量。

评价是一种动态而非静态的过程。当我们开始衡量美国在线的价值时，它的股票价格虽然只有十几美元，但我们认为它应该值更多，大概为 30 美元。如果我们再用报酬现金流量折现模式来评估美国在线的价值，应在 110 ~ 175 美元附近。如果我们使用长期经济效应模式来评价，它的价值可能更高。过去，我们曾经投资过通用汽车和大通银行（Chase Bank）而造成损失，却没有听到有人抱怨，这是因为这些公司的牌子老、成绩好又广为大家熟知所致。同样，我们投资玩具反斗城（Toys Rus）和西方数码公司（Western Digital）造成亏损，也没有人有意见。而现在我们投资戴尔电脑和美国在线，赢了利，却听到了反对的声音。他们反对的意见主要是我们没有像其他价值导向投资者那样，在戴尔电脑股票价格达 8 美元时统统卖掉。一般个人电脑公司的本益比介于 6 ~ 12 倍之间，但是从过去戴尔电脑股票价格走势记录看，当它的股票价格达 8 美元时，它的本益比正好是 12 倍，价值导向投资人无法忍受本益比过高的风险。

我们很庆幸大部分投资人都用天真、简单的会计直线思考方式来作投资买卖参考，这比实际去衡量公司的真实价值确实要容易得多。但我们则用更深入的衡量方法，也因此给客户谋取了更大的财富。

比尔·米勒敬上



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

比尔的信分析得有条有理，我认为这封信很值得投资人和学术界好好品味。当然这封信也得到了克拉默的回应。下面就是他在《华尔街网站》杂志上给比尔的答复：

亲爱的比尔：

您的来信让我大开眼界，您的所作所为也的确不同凡响。您选股眼光独到，投资的股票价格大幅飙升，同时周转率低使投资人的证券所得税降低，您所管理的基金的业绩实在可以居功自傲。我在批评所有挂羊头卖狗肉的价值型基金时，把您也牵扯了进来，对此我感到非常抱歉。看来我不应该只凭一张有几个名字的图表，就以为自己充分了解了价值的迷惑。您纠正得很对，我也很感激您能在百忙中抽空和我们分享价值的意义。对了！恭喜您这么早就选对了戴尔电脑和美国在线这两只飙升股。

吉姆·克兰姆敬上

寻找市场新的专利权

1989 年，在加拿大温哥华的安联保险证券部也加入了比尔的莱格·梅森公司，加拿大新闻媒体立刻就关注到这一现象，并询问，作为一个专门投资核心价值股票的基金是否能和一个喜欢投资科技类股的新管理团队相处融洽。《巴伦》杂志的桑德拉·沃德（Sandra Ward）当时也写道："比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



尔·米勒这位另类投资大师名声快速攀升，已与历来的投资大师们平起平坐，但是他和巴菲特不一样的是，他喜欢投资科技类股。事实上，除了大量投资金融股之外，集中投资科技类股是造就他超越市场表现的主要原因。”但是这些媒体也问巴菲特是否他的投资策略和比尔·米勒的投资策略相融合，我们到底能不能用巴菲特的投资策略来选择科技类股作为核心基金的投资标的呢?

由于伯克希尔公司没有投资科技类股，所以很多人就以为是科技类股无法被明确地衡量出它们的价值来，不然的话，巴菲特早就投资了。其实这个假设并不正确。巴菲特坦承，他并不很了解科技类股的性质，对它们的价值评估也比较没有把握。在 1998 年伯克希尔公司的年度会议中，当巴菲特被问到未来是否有可能考虑投资科技类股票时，他的回答是：“很可惜，我应该没有这种打算。”

巴菲特进一步表示：“我一直很崇拜安迪·格罗夫（Andy Grove）和比尔·盖茨（Bill Gates），而且也希望能把对他们的崇拜转换成实际的投资行为，但是我考虑到我实在不知道微软和英特尔未来十年将会发展成什么样子，而且我也不想在别人占尽优势的情况下，在市场上和他们一较长短。我可以绞尽脑汁地思考明年科技的发展趋势，但我还是远远比不上业界那些专门研究科技类股的人，他们是分析科技类股的专家，而我不是。”

蒙哥也呼应了巴菲特的想法，他说：“我们之所以不投资科技类股，是因为我们缺乏在这个领域上需要的特殊才能。我们之所以投资那些非科技领域的公司，主要是因为我们自认为较能把握它们。我们不想去碰自己不懂的事物，而宁愿去接触比较熟悉的公司。当我们在一个领域上没有特别优势，甚至是劣势的情况下，我们为什么要进入那个领域与人一争高下呢？我们为什么不在自己有明显优势的领域主宰市场呢?”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



如果有一个很普通的投资机会，而这种机会只会使你的资产缩水，你作为投资人是否愿意把一辈子的储蓄押在类似丢硬币这种胜负概率各一半的赌博上呢？蒙哥说：“每个人都必须挖掘自己的特长，培养自己的优势。如果你一直想在最弱的领域里成功的话，我可以保证你的下场绝对不会好到哪里去。”

米勒表示：“事实上，我认为投资高科技类股的方法还是可以运用巴菲特的投资策略的，因为他的策略提供了许多强化分析能力的方法。所以从这么多潜在标的公司中是可能找到能给你带来长期丰硕回报的股票的。”从这个观点看，我们可以发现有许多高科技公司确实具有巴菲特喜欢的那种特质，例如，高毛利、高资本报酬、盈余转投资快等，同时经营者又能以股东利益作为决策的出发点。

比较困难的事是如何预估科技公司未来的现金流量，再将这些现金流量折现成现在的水准，从而判断出公司的内部价值。莱格·梅森公司的基金顾问，同时也是科技分析兼副总裁莉萨·拉普阿诺（Lisa Rapuano）表示：“许多人无法衡量科技公司的价值是因为科技公司的获利前景不是很明确。你必须考虑许多可能结果，这使得长期投资的潜在未来收益会有很大的不确定性。但是如果你真的深入发掘影响投资标的公司股票价格的关键所在，例如潜在市场规模、可能获利情况、竞争优势等，那么你就会完全了解隐藏在每一个可能结果背后的实质性因素，大大降低投资标的的风险性，如此就可以用现金流量模式来进一步评估它们的价值。”

莉萨·拉普阿诺进一步分析：“既然科技是未来经济增长的动力，而且许多科技公司创造出了惊人的报酬，那么多费点周折分析也是值得的。虽然科技类股的不确定性似乎比较高，但只要我们多作分析，就能够创造出在别的地方得不到的报酬水平。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



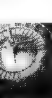
我们已经知道巴菲特在衡量一家公司价值时是如何处理不确定因素的，他会想办法要求更高的毛利率作为安全保障。对于投资像科技类股这些未来前景不是很确定的公司，巴菲特的投资策略提供了一个控制投资风险的好办法。另外一个好办法就是通过投资一些有稳定报酬、前景确定的公司来降低投资组合的整体风险。

巴菲特曾说过："未来的财富在于找到新的专利权。"这句话现在常常被投资人引述为投资座右铭。米勒认为："我相信科技类股就是代表着巴菲特所谓的新专利权。"在巴菲特投资的消费品领域里，公司的品牌效应、定价权利和思考能力都被其定位成专利权的一种。同样，在科技领域，专利权包含网络无限扩展的能力、更积极的互动关系、专门的知识和快速累积的报酬等。

米勒说："我认为许多人使用衡量科技类股的评估模式并没有起到什么效果，是因为他们认为科技太难懂，也不想去懂，他们已经有了先入为主的观念。"虽然我们也认为想要完全了解科技类股，一开始的确不容易，但我们同样认为并不只有电脑高手才能懂得科技公司。

而当投资人开始研究巴菲特的现金流量专利权模式的时候，必须调整思维方式，不能还停留在格雷厄姆时代的低本益比和股票价格净值比上，要学习新的专业术语、新的定义、新的财务分析法和股利折现模式。同样，学习如何分析科技类股的投资价值也需要调整思维方式，了解新的专有名词和新的公司经营模式。虽然人们会以不一样的方式来评估科技类公司的财务报表，但是比起从过去分析低价格股票的思考方式演变成巴菲特的以合理价格长期投资绩优股的思考模式，这种转换似乎并不太困难，米勒表示"这就像你必须多花一点时间去学习新生事物一样"。米勒引述了巴菲特和彼德·林奇（Peter Lynch）这两位当今世界上最伟大的投资大师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



的看法：学习就是观察周围事物是如何变化的。米勒进一步表示："今天，人们虽然还是买可口可乐解渴，用吉列牌刮须刀刮胡须，用美国运通信用卡消费，但是他们同时也在使用美国在线上网、用微软应用软件程序处理文件，并且购买戴尔生产的电脑。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

5

第五章

巴菲特的价值投资数学应用

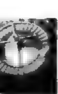
价值投资与数学的关系，远远超过其与资产负债表和损益表的关系。每当不思索股票市场的问题时，年轻的巴菲特喜欢沉浸于一些数学难题中。他曾经思索圣歌作曲者的寿命是否会比其他人长，进而领悟到长寿的概率与音乐天赋无关。如今围绕在巴菲特脑海中的数字，不仅是股票价格和指数，还包括伯克希尔公司投资的保险生意，这也是最大的数学挑战，因为这些生意都与概率和统计息息相关。当巴菲特对这一切问题都不思考时，就常常沉迷于他最喜爱的娱乐之中，那就是桥牌。

自从大学起巴菲特就迷上了桥牌这项运动，每星期都要花几个小时打桥牌。后来，他因为没有时间亲自打牌时，也会抽出时间在网上虚拟世界与全球各地热爱桥牌的网友们在线开打。“桥牌比鸡尾酒会更有趣。”他常常这样说。

巴菲特开玩笑说，有一次他问他的一位牌友，怎样才能做到在打桥牌时捣鬼，那人告诉他说：“用一个假名。”“我经常说，如果一个监狱的狱舍里有 3 个会打桥牌的人，我不介意去坐牢。”巴菲特说。他的牌友很多，从彼得·林奇到乔治·伯恩斯，都是他的铁杆牌友。在 1993—1995 年间，以巴菲特为队长的公司桥牌队，连续 3 年打败了美国国会的桥牌代表队。

巴菲特喜欢和旧金山的莎伦·奥斯伯格打桥牌。她曾是两次入围世界女子桥牌冠军队的队员，是 1996 年在希腊举行的桥牌比赛中，世界混合队的银质奖章获得者。奥斯伯格女士在 2000 年早期辞职前，曾担任在线金融服务富国银行的行政副总裁。她

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



说："大约3年前，我在名人桥牌锦标赛上，通过卡罗尔·卢米丝认识巴菲特。"后来奥斯伯格女士温和、耐心地劝说巴菲特上互联网，在电脑上打桥牌。最后，巴菲特同意了。

"我们在内布拉斯加州的家具城里买了一台电脑，并安装在他的房间内。我们一周之内要玩几个晚上，他确实喜欢打桥牌。"奥斯伯格女士说。"T形骨头"是巴菲特在电脑上打桥牌时的名字，比尔·盖茨的网名是"蔡伦格尔"，而奥斯伯格女士的网名是"利萨奥"，他们通常在OK桥牌网站上一起打桥牌。

奥斯伯格女士说，从那以后，巴菲特对电脑非常喜欢，甚至到了着迷的地步。他现在经常到互联网上去冲浪。此外，他还通过电脑发送、接收电子邮件，查看公司报表等。他现在的电脑水平很高，并从亚马逊书店购买了很多有关电脑方面的书

一个星期六的早上，巴菲特打电话给奥斯伯格女士，邀请她一起打桥牌。"T形骨头"、"利萨奥"在电脑上寻找伙伴时，遇到了几位来自以色列声称认识"利萨奥"的人。他们解释说，他们是以色列国家桥牌队的队员，为参加世界锦标赛在网上练习。"T形骨头"和"利萨奥"和他们一起玩了起来。"我们输了，但是，我们坚持了下来。"奥斯伯格女士说。她和巴菲特还结识了来自世界各地的众多牌友。

奥斯伯格女士是巴菲特的桥牌老师，她说巴菲特的水平已经达到了世界级选手的水平。"最近，我们报名参加世界桥牌冠军赛。但是，比赛的最后关头，我们不得不放弃，因为巴菲特有紧急的商务需要处理，可我们还是成功地闯进了决赛。他正朝着世界级的水平发展，并会保持在这一水平上。他能和任何一个人打桥牌，因为他有很强的逻辑思维能力和解决问题的能力，能够做到全身心地投入。"奥斯伯格女士通过她和巴菲特的友谊，还和比尔·盖茨、凯瑟琳·格雷厄姆、美国最高法院的法官桑德拉·奥卡纳尔一起打过桥牌。

"我玩过的最激烈的游戏，是和比尔·盖茨合作，长达6个小时的比赛。我们的对手是巴菲特和芒格，我们输了28美元。"奥斯伯格女士补充说。那场在盖茨家举行的比赛，大约是在中午开始的，一直打到晚上。巴菲特曾提醒说，参加晚宴的客人就要来敲门了，但是，盖茨还想继续玩下去。

巴菲特谈到桥牌时说："这是锻炼大脑的最好方式。因为每隔10分钟，你就要重新审视一下局势……在股票市场上的决策不是基于市场上的形势，而是基于你认为合理的事情……桥牌就好像是在权衡赢利或损失的比率。你每时每刻都在做着这种计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



……"

可能在伟大的桥牌运动员和伟大的证券分析师身上都存在着敏锐的判断能力，因为他们都是在计算着胜算的概率，他们信任自己基于一些无形的、难以捉摸的因素所作出的决定。

巴菲特发现打桥牌与投资股票市场有许多类似的地方，因为两者都是“有各种不同推论的游戏”。他解释道：“从决定要继续跟的牌和决定不再跟下去的牌中，我们通常可以产生许多对结果的推论，从推论中估算各种结果的发生概率，所以这是最好的智慧联系。每隔十分钟就有一个新局面发生，桥牌的确是一种衡量输赢概率的游戏。你必须随时计算各种可能性的出现。”

任何一个与巴菲特往来过的人都会异口同声地告诉你，他有速算天分。伯克希尔公司的长期股东，同时也是来自于纽约的基金经理人克里斯·斯塔夫诺（Chris Stavrou）回忆起他第一次与巴菲特见面时的情形时说：“我问他是否曾使用过电脑。”

巴菲特回答道：“我从来没有拥有过一台电脑，就算有，我可能也不知如何使用。”

“可是你又是如何处理较为复杂的计算问题呢？”斯塔夫诺紧追着又问：“速算是你的天生本能吗？”

巴菲特说：“不，我不是什么速算奇才，我只是因为长期从事与数字有关的工作，才培养出了对数学的特殊感觉。”

“可以试试你的速算能力吗？比如 99 乘 99 是多少？”

巴菲特不假思索地回答道：“9801。”

就这么干脆！斯塔夫诺问巴菲特是如何算出答案来的，巴菲特说这一切都是靠读范曼自传的结果。

诺贝尔物理奖得主理查德·范曼（Richard Feynman）曾经是美国原子弹计划小组的成员。在他的自传《别闹了！范曼先生》（Surely you 're Joking，Mr. Faynman）一书中，他详尽描述了如何在脑中做复杂数学计算的技巧。对于巴菲特的速算能力，我们大概可以有以下两种推论：一是巴菲特可能对他所读过的东西能够过目不忘；二是他的心算速度真的很快。斯塔夫诺接着又问了另一个问题来考巴菲特：“如果一幅画的价格在 100 年内从 250 美元买入，涨到 5 千万美元，则它的年报酬率是多少？”

巴菲特几乎没有等题目说完就脱口而出答案：“13%。”

斯塔夫诺非常惊讶地问：“你是怎么做到的？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



巴菲特指出在任何复利表上都能查得到这个答案（或许我们可以推论巴菲特本身就是一张活的复利表）。巴菲特说，另一种解出这个数学问题的方法是以“倍数相乘几次就可以算出结果来（250 美元大约乘上 17.6 次就可以得到 5 千万美元，大约 1 年的报酬率为 13%）”，他自如的神态也似乎在说：“这个题目太简单了。”

尽管巴菲特谦称自己并非数学奇才，但是毋庸置疑，他在数学方面确实有过人的天赋。许多对他的成功心存怀疑的人认为巴菲特的投资之所以能取得成功，都是靠着他那过人的计算能力，如果没有这种能力，是不可能单纯靠他的投资策略而获得成功的。

但巴菲特和蒙哥都认为这种说法是错误的，因为运用巴菲特的投资策略根本不需要使用什么高深的数学知识。蒙哥曾在南加州大学的演讲中解释道：“基本的代数运算其实并不难，难的是如何把它变成每天的生活习惯。范曼和帕斯卡尔（Pascal）所发明的运算系统其实和宇宙的运行紧密契合，在数理上是颠扑不破的真理，所以每位投资人必须具备数学的基本技巧。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

探寻投资概率理论之源

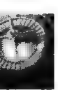
如果我们说股票市场是一个不确定的世界，这种说法其实并不算夸大其辞。在这个世界里成千上万的力量结合在一起才产生出了各种股票价格，这些力量随时处于变动状态，任何一股力量对股票价格都会产生影响，而没有任何一股力量是可以被准确地预测出来的。投资人的工作就是在不确定中排除最不可知的部分，着重比较可知的事物。而这就是关于概率的训练。

当我们在较不确定的情况下表达思想或意见时，我们常常会说一些诸如“大概”、“可能”或“不太可能”等的词，而当我们尝试进一步量化这些词所代表的不确定程度时，便是概率问题，所以，概率是表达不确定性程度的数学语言。

猫生小鸟的概率有多大？回答肯定是0。明天太阳再升起的概率有多少？这种百分之百能确定的事，其概率是1。所有不是可能也不是完全不可能的事，其概率就是介于0和1之间。

判断不确定的程度是概率理论的要旨。在这方面，范曼和帕斯卡尔在1654年彼此来往的书信讨论则是今日概率理论的源头。帕斯卡尔在孩提时就展现出在数学和哲学方面惊人的才华。他曾经接受当时一位哲学家同时也是一个赌徒雪法利亚·梅荷（Chevalier de Mere）的挑战，试图揭开一个困扰许多数学家的难题。梅荷想知道两位牌友如何在牌局完全结束离场前将彼此应得的筹码分清楚。为了破解这个难题，帕斯卡尔请教了另一位数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



学奇才范曼，希望共同迎接梅荷的挑战。

伯恩斯坦在他的另一本有关风险的书《与天为敌》（*Against the Gods*）中表示，范曼和帕斯卡尔在1654年针对此难题的书信讨论成为了数学与概率理论发展过程中划时代的大事。虽然他们对这个难题的切入方式各不相同，其中范曼用的是代数，而帕斯卡尔用的是几何学，但他们都从不同侧面建构出了一个决定数个可能结果的概率系统来。事实上，我们已经可以用帕斯卡尔的三角几何学解决许多问题，包括计算你最喜欢的曼联队在英超甲A联赛中连续输掉五场后仍能获得最后胜利的概率是多少。

范曼和帕斯卡尔的创造性发明也开启了现代决策理论（decision-making theory）的大门。决策理论是探讨在未来前景不确定而必须作决定时的思考过程。伯恩斯坦写道：“在这种情形下，作决定是控制不确定风险过程中最根本的一步。”范曼和帕斯卡尔在概率理论发展过程中被奉为鼻祖，但一直等到托马斯·贝叶斯（Thomas Bayes）的文章问世，才真正奠定了实用概率理论在世界上的地位。

1701年，贝叶斯出生于英国，整整晚了范曼100年，也晚于帕斯卡尔78年。他虽然是皇室成员，但却过着相当平淡无奇的生活，一生中从未发表过任何有关数学的文章。反倒是他过世之后，他的一篇叫做“试解决机会学说的一个难题”（*Essays towards solving a problem in the doctrine of chances*）的文章才被人偶尔发现。刚开始时也没有什么人青睐这篇文章，然而根据伯恩斯坦的说法，贝叶斯的这篇论文后来成为了贝叶斯在历代众多统计学家、经济学家和其他社会科学家中得以名垂青史的原创性著作。

贝叶斯学派的分析使我们有逻辑地思考一系列可能的结果。从概念上说，这是一个非常简单的程序。首先必须依据可采用的证据来判断每一种结果发生的概率。如果有任何新的证据出现，先前的概率将会因新的信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



而有所变化。贝叶斯法则提出的这种数学程序，源自于他所谓的事前信息分配（Prior distribution of information）理论；而产生新的可能看法，他则称之为事后信息分配（posterior distribution of information）数学法。换言之，先前的看法在结合了新的信息后便产生了新的可能办法，同时改变了原先的所有可能结果而产生出了新的概率。

这个运作情形实际会是怎样的呢？想象你与朋友整个下午都在玩纸牌游戏，在游戏结束后，你们天南海北地聊起天来。你和朋友说着说着便玩起一个赌注，即如果你掷骰子一次掷出 6 的话你就赢。你知道你赢的概率是 1/6，即 17%。那么假如你的朋友在你掷骰子后很快用手盖住并且偷偷地看一眼，然后她说："我只能告诉你它是一个偶数。"根据这个新的信息，你知道你掷出 6 的概率为 1/3，即 33%。正当你考虑是否要收手不赌的时候，你的朋友嘲笑着又加了一句话："不是 4。"加上这个信息，你赢的概率又增加为 1/2，即 50% 的概率。

以上简单的过程实际上是让你将贝叶斯的分析方法操作了一遍。当每一项新的信息加入进来时就影响到原来的概率判断，这就是典型的贝叶斯推论。贝叶斯推论主要是企图分析所有可获得的信息，以便作为推论某些现象或事物或制定决策的前提，所以现在在西方国家的各大院校都采用贝叶斯推论来帮助学生学习如何作出决定。在校园里，贝叶斯推论被普遍称为"决策过程的树状结构理论（decision tree theory）"。这一理论中的每一根树枝都代表新信息的加入，从而依次改变最后可能的决定。蒙哥解释道："在哈佛商学院，第一年课程中结合最多的计量理论与方法就是这一'决策过程的树状结构理论'，学生们必须将在高中学到的代数知识运用到实际的生活问题上，他们对代数能被用在实际生活中感到啧啧称奇。"


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费 任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

贝叶斯推论

诚如蒙哥所说的，基本代数在计算概率时非常有用。但是如果将概率理论运用在实际投资时，我们就需要更深入地了解这些数字的计算过程，尤其要了解频率的概念。打个比方说，扔一个硬币任何一面朝上的概率都是1/2，这究竟代表什么含义？或者说在任何一次掷骰子时，奇数出现的概率是1/2，这又意味着什么？从一个有70个红弹珠、30个蓝弹珠的盒子里随便捡起1个弹珠，是蓝色的概率大概为3/10，这又表示什么意思？

在以上所有例子中，事件发生的概率被视为频率的一种注解，且是建立在平均法则之上的。假如不确定的事件重复发生无数次，这个事件发生的实际频率也就是事件发生的理论概率。举例说，假如我们扔硬币10万次，我们大概可以预期人头像出现的次数约5万次。依照大数法则，实际频率和理论概率只有在N次的重复情况下才会相等。也就是说，在公平地掷硬币之后，我们得到的人头像这面朝上的实际频率和理论概率是一样的。

在处理任何不确定问题的时候，我们肯定无法作出如此明确的陈述。然而假如这个问题有一些明确的界定，应该是可以罗列出所有的可能结果。假如不确定的事件常常重复发生，可通过发生频率来判断出各种不同可能结果的概率。当事件仅发生一次时，判断该事件发生概率的困难度就变得相对要高了。

我们将如何评估通过明天自然科学考试的概率？或阿森纳队再次获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

英超杯冠军的概率是多少？我们所面对的问题的关键在于这两件事和过去的关联性都不高。我们能够翻阅报章或在网络上找到过去所有阿森纳队的战绩数据，但我们却缺乏在相同情况下，它和其他各队重复对垒时足够而准确的表现数据。就像我们可以通过回顾过去每次自然科学测验的成绩来评估明天成绩的好坏，可是每次所进行的自然科学测验内容其实都是不同的，因此仅凭过去的成绩来预测往往是不准的。如果没有足够的内容相同的重复考试，就无法产生我们上面所说的频率分布，我们又该如何计算出概率呢？当然不能。所以，在这种情况下，我们只有依赖主观诠释概率法。其实，在我们的日常生活中经常运用到这种主观诠释概率法，只是我们在用的时候自己并没有察觉到。我们通常会说阿森纳队赢得冠军的机会是2：1，或者会说明天通过自然科学考试的概率是1/10等，这些都是概率的表达方式，用以描述我们对事件发生的相信程度。当事情无法重复发生无数次，从而使我们取得实际频率来诠释概率时，就必须依赖自身的主观感觉。

现在你应该已经知道主观概率的概念了，其实它是你自己在对事件的可能结果作出的主观判断。停下来好好想想你的情况，你说可以考好自然科学考试的概率是1/10，到底是因为考题太难，还是你自己没有做好充分的准备，或是因为你只是很谦虚地随口讲讲而已呢？是不是因为你作为一个忠实的球迷始终看好阿森纳队，从而使你认为它比所有其他的英国足球队都强得多呢？

根据贝叶斯推论，假如你相信自己的假设是合理的，那么你就可以认为特定事件发生的主观概率与实际频率一样是可接受的。但是为了便于分离出合理的假设，最好把主观概率当做是实际频率的延伸。事实上，在许多情况下，主观概率的诠释通常是在个人价值观的基础上加上实际的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



验，而不仅仅是依据数据的规律性安下判断。不管投资人了解概率与否，事实上投资人所有的决定都是概率的一种具体运用。投资人如果想要自己的投资获得成功，结合历史资料以及获得最新的信息，在此基础上估算出概率是非常重要的。这就是贝叶斯推论在投资中的实际运用！

巴菲特的主观概率论

巴菲特说："先把可能损失的概率乘以可能损失的量，再把可能获利的概率乘以可能获利的量，然后两者比较。虽然这方法并不完美，但我们尽力而为。"

风险套利的操作正好说明了投资与概率理论的关联性。巴菲特曾经与一群斯坦福大学的学生分享他对套利的看法："过去 40 多年来，我一直在做风险套利，而我的老师格雷厄姆在我之前已做了 30 多年。"单纯的套利是从两个市场对同一股票的不同报价中买低卖高赚取差价。举例来说，世界各地的许多市场对商品和货币都有报价，如果不同市场对相同商品的报价不同，你就可以在低价市场买进，到高价市场抛出，从差价中获得利差。

现今更普遍运用的风险套利方法很多，包括利用公司宣布合并或收购时机从事套利，有一些投机客甚至将套利方法运用在公司尚未发布利多消息前后的股票价格差异上，巴菲特避免做这样的事。巴菲特说："我通常会先去评估这个并购的实现概率、潜在获利或潜在损失空间。"在巴菲特继续他的观点之前，让我们模拟下面一个案例。假设一家阿伯特（The Ab-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



bot）公司的股票以每股 18 元开盘，到盘中大约上午十点钟，公司突然宣布今年内或在今后 6 个月内以每股 30 元卖给考士特劳公司（Costello），阿伯特公司的股票价格立刻快速上扬到 27 元，然后在此点位上盘整并且上下巨幅震荡。

一旦并购消息曝光，巴菲特会立刻加以评估。他会设法了解并购案消息的准确性。有些公司并购案并不见得如外界猜测的那样会实现，原因可能是董事会成员反对并购，或是美国联邦贸易委员会有反对的声音。所以没有人能确定这种风险套利的机会是否会突然开始，又戛然而止，这正是巴菲特担心的风险所在。

巴菲特的决策过程其实就是一种主观概率的运用。他解释道："假如我认为一件并购案有 90% 的发生概率，而且股票价格受此刺激，上升空间可能是 3 美元；相反，这个案子有 10% 的概率不会发生，而股票价格因此下跌空间约有 9 美元，我则会认为这个案子的数学期望值为 1.8 美元（$90\% \times 3 - 10\% \times 9$）。"

巴菲特认为，接下来必须了解这个案子所涵盖的时间长短，然后将这个案子的投资报酬率与其他机会的投资报酬率相比较。假设你是以每股 27 美元买进阿伯特公司股票，依据巴菲特的算法，这个案子潜在报酬率约为 6.7%（MYM1.80 ÷ MYM27）。假如并购预期在 6 个月后发生，则本案年报酬率为 13.2%。然后巴菲特再比较此项风险套利的年报酬率与其他投资机会的报酬率，最后作出是否投资的决定。

风险套利通常隐含着潜在损失。巴菲特承认："拿套利作为例子，其实我们就算在获利率非常确定的并购交易案中亏损也无所谓，但是我们不愿意随便进入一些预期损失概率很大的投资机会。为此，我们希望计算出预期的获利概率，从而能真正成为决定是否投资此标的唯一依据。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

从上面我们可以清晰地看到巴菲特在风险套利的概率评估上是相当主观的。风险套利并无实际获利频率可言，因为每一次交易都不同，每一种情况都需要作出不同的独立评估。但即使如此，理性的数学计算仍能显示出风险套利交易的获利期望值高低。

这种评估过程和投资股票的评估过程并没有什么两样。现在让我们通过伯克希尔公司所经历过的两个经典投资案来了解这一主观概率的评估过程，它们分别是威尔斯·富国银行（Wells Fargo）及可口可乐公司的投资案。

威尔斯·富国银行投资案

1990 年 10 月，伯克希尔公司买进威尔斯·富国银行 500 万股股票，以每股均价 57.88 美元计算，总投资金额达 2.89 亿美元。由于这次投资，使伯克希尔公司拥有了这家银行 10% 公开发行的股票，于是，伯克希尔公司也就顺理成章地成了后者的最大股东，这个举动备受争议。1990 年年初，该银行股价曾经到过每股 86 美元的高价，之后由于投资人大举抛售所有位于美国加州的银行股票，股价也随之跌了下来。那时美国西海岸正经历着严重的经济衰退危机，一些人推测，由于巨大的商业及住宅贷款，大幅攀升的银行呆账严重侵蚀了其获利能力，而该银行是承担加州地区商业及房地产贷款业务量最大的银行，财务状况当然被视为特别脆弱。

巴菲特当然很明白人们对此所持的怀疑态度。但对于威尔斯·富国银行，他则有不同的见解。难道这是因为他知道其他投资专家所不知道的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

息吗？这倒未必，只是他对整体情况的分析和别人的不一样。让我们与巴菲特一起走一趟他的思考历程，因为这样就可以使我们清楚地了解巴菲特究竟是如何运用概率来评估这宗投资案的。

首先，巴菲特非常了解银行业。伯克希尔公司曾在1969—1979年间拥有伊利诺伊州国家和信托公司（Illinois National Bank and Trust Company），当时的银行总裁吉恩·阿贝格（Gene Abegg）告诉巴菲特，一家经营完善的银行不仅获利要增长，也要在股东报酬率上交出一份漂亮的成绩单来。同时巴菲特也学习到经营银行最重要的一条是经营管理层的所作所为将决定该银行的长期价值。差劲的经理人在不明智的放款中往往增加经营成本，而优秀的经理人则总是在寻找降低成本的方法，并且很少承担过高放款的风险。

当时威尔斯·富国银行的总裁是卡尔·赖卡特（Carl Reichardt），他从1983年就开始经营该银行了，其业绩令人刮目相看。在他的领导下，银行过往的获利不但逐年增加，股东报酬率也超越业界的平均水平，经营效率高居全国同业榜首。同时赖卡特还建立了扎实的放款组合基础。

巴菲特说："拥有银行并不是没有风险。"然而，在他的心目中，拥有威尔斯·富国银行的风险集中在下列三种情形中：首先是在加州的银行要随时面对大地震突袭的问题，或许会对借款人的财务状况造成严重破坏，连带危及放款银行本身；其次是商业紧缩或金融恐慌可能危及许多家高财务杠杆率的公司，无论企业主如何高明或者说公司多有前景都没有用；最后，市场最害怕的是飓风造成美国西部房地产价格大幅滑落，由此带来巨大的银行呆账。巴菲特说，这些情形没有任何一项可以排除在外。

然而根据他手上得到的证据显示，大地震突袭或经济恐慌的概率其实相当低。巴菲特虽然没有给出任何明确的数据，但是他所说的概率低通常



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

指发生机会低于30%的情况。所以他将注意力转向了风险的第三种情形。他理性地分析到，房地产价格滑落尚不至于对像威尔斯·富国银行这种经营状况良好的银行造成太大的困扰。巴菲特解释："让我们分析以下数据，威尔斯·富国银行现在每年扣除3亿美元呆账损失，税前获利10亿美元。即使它有480亿美元的银行总放款（当然也包括房地产放款），因1991年突如其来的一场金融风暴，就使得其中的10%放款无法回收，本金损失加计应收利息损失（大约为本金的30%），银行还是可以收支相抵的。"

通常，银行逾放比（注）达到10%的时候，就表示已经有商业严重紧缩的问题。但巴菲特早就认定商业严重紧缩的概率很低，而且就算事实如此，威尔斯·富国银行仍然可以收支相抵，显示该银行质地优异。巴菲特继续说："像那一年，我们评估该银行获利太坏的发生概率很低，所以市场传言并不会困扰我们。"

巴菲特在心里模拟了多种可能情形，遂认为任何一种情形对威尔斯·富国银行造成长期负面冲击的概率都很低。虽然该银行股票价格已下跌了50%，但巴菲特反而认为在这个时间和点位购进威尔斯·富国银行的股票，赚钱机会大约是2倍，而犯错误的概率不会因此而提高。

（注）逾放比率（Overdue Loan），指银行放款，本金延期3个月，或本金未到期而利息已延滞6个月以上，应列为逾放款项。若逾放款项再经3个月仍未缴交本息，即转入催收款项。逾放比率是逾放款项占总放款余额的比率。

虽然巴菲特在用概率表示他的看法时并没有明确提供任何参考数据，但是他的思考过程仍极具价值。不管你是否用主观还是客观的观点来加以诠释，从概率角度考虑投资，往往会使你在没有买进前就作理性和清晰的思考。当其他投资人还没有考虑得那么清楚时，巴菲特已经在用概率理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

分析投资威尔斯·富国银行的可获利程度。他立即行动并在以后被证实大获其利。巴菲特说："从概率观点衡量某投资案的利弊得失，假如你最终认为获利的可能性超越损失的可能性时，你就可以小心翼翼地驾驭风险较高的投资了。"

可口可乐投资案

投资可口可乐公司又是另一个完全不同的案例。在威尔斯·富国银行的例子中，巴菲特列出了许多可能衍生的情形并赋予它们不同的概率，而可口可乐公司的例子则告诉我们，当他知道正确的概率时会如何做。在可口可乐公司案例中，巴菲特再次运用他颇为老到的投资策略，即当获利概率非常高的时候，大胆加仓，大笔投资。

巴菲特并没有说明在可口可乐的投资案中他是如何运用贝叶斯推论来分析的，然而他常常说可口可乐是他非常确定会获利的投资案的代表作之一。由于可口可乐公司上市历史悠久，有超过一百多年的财务和股票价格资料，所以获利概率的分析可以非常接近实际频率分布分析。只要使用贝叶斯推论，并且不断加入新的信息，巴菲特便可了解到可口可乐公司在董事长罗伯托·戈伊苏埃塔（Roberto Goizueta）领导下所创造出的改革成果，因为戈伊苏埃塔卖掉了旗下经营不善的业务，转而投资高获利的糖浆生意。巴菲特知道可口可乐经营的利益必然会有改善。除此之外，戈伊苏埃塔在市场上持续买进可口可乐股份，更增加了整个公司的经济价值。

从1988年起，巴菲特发现可口可乐的股票价格低于其实际内部价值的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

50% ~70%，他坚定地认为可口可乐的股票价格在未来的涨幅将超越大盘的概率会越来越大。理性和常识是他的引路明灯，他的学识确实非同一般。例如，他购买可口可乐股票的理由很多，其中一条主要理由就是人人都需要喝水，事实证明，人们确实也喜欢喝可口可乐。他的工作简单到可以用四个字来概括："分配资金。"

巴菲特接着要做什么？他决定在 1988 年和 1989 年间通过伯克希尔公司的名义买进价值 10 亿美元的可口可乐股票，总投资金额占伯克希尔公司整体股票投资组合规模的 30% 之巨。到 1988 年年底前，这笔投资的市值就已超过 130 亿美元。巴菲特的概率预测的准确程度之高由此可见一斑！

小概率事件的保险投资

巴菲特说："保险在许多方面很像投资，假如你觉得每天都必须投资，你将会犯下许多错误。"想要靠投资或保险获利，"你必须等待一个最佳时机"。

巴菲特从 1967 年就进入保险领域，那一年伯克希尔公司投资了国际保险理赔公司（International Indemnity Company）。自那时起巴菲特便开始投资更多的保险公司，包括美国盖可汽车保险公司，以及 20 世纪 90 年代中后期投资的美国通用再保险公司。盖可汽车保险公司直接售保险给客户，不经过任何代理人，该公司已成为全美成本最低的保险公司。到 20 世纪末，它进一步抢占了 1000 亿元之巨的汽车保险市场这块大蛋糕。通用再保险公司在 1988 年年底完成 160 亿美元的合并案后，使伯克希尔公司一举成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

为全球最大的大型灾难再保险的承保公司。

大型灾难再保险保单主要是由保险公司购买，这些公司希望能保障它们免受因理赔自然灾害所造成的财务损失，这些自然灾害主要包括水灾、地震、飓风等。一般的保险公司通常会承担单一灾害损失到一定程度，然后通过再保险公司承担超过临界点以上的损失理赔。伯克希尔公司不但对一般保险公司提供大型灾难再保险服务，同时也对其他想要分散再保险风险的再保险公司提供服务。

大型灾难险很难定价，因为很难取得准确的发生频率分布和相关资料（地震和飓风因为发生的频次较少而不足以构成有效参考数据。相对来说，汽车保险则可相对容易地依照大多数法则来进行定价）。巴菲特说：“大型灾难保险公司不能单靠过去的经验来进行定价。举例说，假如世界真的有温室效应现象，各种气候的发生概率就会改变，因为大气候中微小的改变累积一定时间后即会产生重大的改变。”巴菲特又说：“近几年来美国海岸区域涌进了许多人口，而在这些区域的保险特别容易受飓风侵袭而理赔，飓风通常是造成这些地区大灾难的第一原因。今天发生的飓风造成的损失是20年前飓风损失的10倍。”

由于预测飓风或地震等自然灾害相当困难，于是投资者可能认为评估这些灾难发生的概率就像赌骰子的点数一样，其实并不如此。巴菲特说：“就算评估此种风险的概率无法百分之百地准确，但保险公司还是可以小心承保。我们通常不需要知道一个人的准确年纪就可以判断出他是否能取得投保资格，就像我们不必要知道这个人的精确重量来认定他是否需要减肥是一样的道理。”巴菲特认为，这种过程不能算是非常科学的实证，虽然有一些人会对这种不确定性感到颇不放心，但是巴菲特却不会。他说：“我只能很肯定地说，我们拥有全球处理大型灾难理赔最好的经营者亚吉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



特·贾因（Ajit Jain），他可以说是伯克希尔公司最重要的人力资产之一。”

亚吉特不但是位领导天才，也是伯克希尔公司大型灾难保险理赔事业的开拓者。他出身于印度，受教于哈佛商学院。在加入伯克希尔公司投资的国家保险理赔公司之前，他曾在IBM和麦肯锡顾问公司（McKinsey Consulting）工作。亚吉特很有远见，他预见到大型灾难保险的增长潜力，也认定伯克希尔公司有雄厚的财力，具有竞争优势。

亚吉特清楚地知道从事再保险行业需要具备主观诠释概率的能力。“事实上，大型灾难的保险事业并没有许多有意义的历史资料可供参考，我们所能做的只是从历史资料去进行推测，这是非常主观的预测艺术。”亚吉特说。

大型灾难保险事业是一种低频率发生、高风险的事业，和价值投资策略非常相似。价值投资策略就是在获利概率很高时才决定投资，没有好机会时就静心等待，不轻举妄动。假如操作得宜，核心投资组合失败的频率很低；但万一失败，损失也将是惨重的，受损程度较一般投资组合要大得多。

一次偶然的机会，我问过香港（中国）再保险投资公司有关大型灾难保险理赔原理是否和价值投资一样的问题，他们的总裁大卫·西门笑着告诉我：“背后的原理都一样。”果真如此，大型灾难保险事业走过的发展过程可作为价值投资人的借鉴。“从本质看，大型灾难保险是所有保险中最不稳定的，因为大型灾难发生的概率较小。大型灾难保险事业在大多数年份中可以预期享受高额获利，但偶尔发生大灾难则会造成较大的损失。我们必须了解的是，大型灾难保险公司终有一天会碰上真正糟糕的年头，唯一的问题是这一年究竟什么时候会到来。”

大部分时间获利，偶尔一个时间段出现较大损失，在某些年份甚至可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



以说是最糟糕的，这样的描述无论是对价值投资还是大型灾难保险事业来说，都是相符合的。请回忆一下我们曾经叙述过的凯恩斯、蒙哥、鲁安、辛普森等价值投资人的历史表现。既然是隐藏着潜在的可能损失，巴菲特为何还要投资大型灾难保险事业？巴菲特解释道："我们有时会遭遇较大损失，然而蒙哥与我都愿意用相对不稳定的结果来对稳定的获利作一次交换。因为大部分经理人都选择平稳的过程，此时如果我们试着增加报酬率，就有了较大竞争优势。换言之，相对于平稳的12%的报酬率，我们选择过程较为崎岖的15%的报酬率。"巴菲特采用价值投资策略大概也是基于同样的理由。

大赌一把的时机到来了

蒙哥在南加州大学演讲时表示："我喜欢的模式是可以简单分析出股票市场特性的模式。如果你仔细想想，会发现投资股票市场其实就像在玩赌马一样简单。由于每个人下注的金额和选择都不一样，赌中的概率也随之改变。这就像是股票市场的特征。"

蒙哥继续由赌马的道理来加以延伸，他说："每一个人都看得出来，身型轻盈矫健、过去胜率较高的马匹比起那些体态臃肿、屡战屡败的马匹来说有绝对胜算的优势。光看每匹马的彩金赔率，你大概就可以知道马的优劣，较差的马匹1赔100，而较看好的马可能是2赔3。但是要如何下注才有可能又准确、赚钱又多，就很难讲了。由此可见，各种价格的变化调整使我们很难有什么固定模式来破解整个系统。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

蒙哥的赌马比喻为投资人提供了一个不错的思考角度。投资人常常在认为获利概率很大的时候投资，但却又因为无数理由而没有获利。换句话说，投资人常常不考虑后果就一头跳进了自认为获利概率很高的投资陷阱中去。对巴菲特和蒙哥这些超级投资人来说，最理想的赌马或投资股票方法，就是静待真正的优质好马或投资机会出现。

《华盛顿邮报》的专栏作家，同时也是许多有关赛马书籍的作者安得鲁·拜尔（Andrew Beyer）曾花了很多年时间观察经常进出赌马场的人。他发现有许多人由于太急躁而输钱。赌马场和其他赌博场合一样，都有其诱使人冲动的赌场心态，它们都希望你赶快下注，赶快掷骰子或拉把等，迫使赌徒没有时间来思考结局而盲目下注。拜尔了解到这种人急于入局的冲动，他劝各位玩家在随性下注和重点下注时应采取不同策略。重点下注要在非常冷静的时刻，比如当以下两种情况发生时：第一，对这匹马的获胜能力有很高的信心；第二，现场实际赔率比预期高。如果说重点下注要沉稳冷静的话，而随性下注的玩法，顾名思义，就是为了满足玩家的好赌心理，没有绝对胜算，投机性也高，只能小赌。真正的玩家是绝对不会让这种玩法成为常态的。拜尔认为，当赌马的玩家开始模糊这两种赌法的差异，没有在轻重之间适当地作出正确选择时，他就将不可避免地输得一败涂地。

其实很多人都不习惯靠数学方法和概率计算作为投资参考，甚至对此感到害怕。蒙哥曾经说：“大部分的人在处理一般概率和数字问题时是不折不扣的笨蛋。”在这方面下苦工夫究竟是否值得？毫无疑问是值得的。

当我们在看巴菲特投资组合策略时，我们首先注意到的一件事是，他深信在获利概率高的投资案上集中加仓投资的好处。这引导我们又回到了到底什么是概率，我们又要如何界定它的问题上来。假如在你衡量的环境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



中可能的结果有限，那么概率计算就很简单。比如一个骰子有 6 个面，所以任何一面朝上的概率都是 1/6。若可能的结果是无限的，而且你可以从历史资料中截取许多例子的话，那么你就可以用发生的频率分布来决定概率高低。这就是一般用来做气象预测的方法，也是车险公司建立不同层次的车辆保险费率的方法。若可能的结果是无限的，但又无法从历史资料中取得足够多的重复发生次数作频率分布时，那么必须尽可能收集更多的信息，佐以周密完整的分析，最后用自己的主观概率诠释来进行投资预测。在此一情形下，概率高低是和分析判断时的信心程度相关的。

无论属于哪一种情形，一旦要对特定事件将来发生的概率作出判断，都必须以百分比数据来显示概率高低，比如用 50%、70% 等。这就是以所能得到的最多信息作出的概率评估。可是一旦新信息、新变数又出现时，我们该如何是好？假设新信息出现，而且显示可能至少会有一个以上的结果时，那就必须采用树状结构理论来表示，比如若 x 事件发生时，成功的概率是 55%；但若 y 事件发生时，概率就变为 70%。由于有太多的变数发生，使答案变得更加复杂。但分析过程都是相同的：先收集所有资料，再仔细分析每个变数造成的影响，这就是我们在前面已详细论述过的贝叶斯推论。对每一种可能结果都计算出一个相对发生概率。若你是一个对数字特别敏感的人，这的确会对你帮助很大。但话又说回来，你不见得一定要具备这一天分才能去做。

现在，你已经知道概率是什么了，由此你可以进入下一个问题：到底应该投资多少？换句话说，投资多少资金才适当。凯利最佳化模型告诉你应该投入多少资金。当整个情况像股票市场一样变化无常和极其复杂时，模型的运用最好不要太死板，预留回旋的空间以使得有持续的改变力量。但是基本概念仍然适用，即当概率上升时，投资金额也相应提高，以此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



类推。

到目前为止，我们已经有了两个概念：概率高低和投资规模大小。最后还有一个问题有待解决，那就是何时进场。答案是耐心等待最有利的进场时机，选择最有希望在比赛中获胜的马匹，则代表有最大的获利概率。但若赔率只是2赔3时，就不是一个好的赌注，因为潜在的获利并不特别令人兴奋。如果给你的信息显示，另一匹马有很高的获胜概率，而且赔率更有利时，这或许就是大赌一把的时机到来了。

现在我们从谈赌马转向股票市场，它的思考过程是：

- 计算概率。作为一位价值投资人，只选择投资少数你非常了解的公司，因为这是长期战胜市场的最好方法。所以当你想买股票时，目标是选择表现将会优于市场的股票。你应该在意的是，投资这只股票的报酬率会高于整个市场报酬率的概率有多大。如果可以使用频率分布就用频率分布方法。如果无法使用频率分布就采用主观概率诠释法，尽可能地作出最佳评估。但必须注意标的公司是否符合巴菲特的选股原则，即首先要很完整地收集标的公司的资料，用巴菲特衡量方法分析，并将结果尽量用数字表达，因为数字可以强烈地显示出标的公司的成功概率。

- 根据新信息的不断出现重新调整计算。密切关注标的公司的一举一动，同时耐心等待最佳的进场投资机会。随时注意新的变数，比如公司管理层是否十分负责任？财务决策机制是否有变化？外在竞争环境的变化是否影响了公司的竞争优势等等。概率将会随着新的变数的出现而改变。

- 决定投入的资金。在所有可投资资金中，到底准备拿出多少投资于特定标的公司，可以用凯利公式计算出额度，然后为更安全保险起见往下作调整，大约调到预算金额的一半左右为宜。

- 等待最佳进场时机。最佳的进场时机就是当你有比较大的安全空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

间时。情况越模糊不清，越需要较大的安全空间。在股票市场中，当股票越是被超卖时，它（们）所提供的安全空间就越大。换句话说，当标的公司股票价格低于其实际内部价值时，就是准备采取进场行动的信号。

我们确定这样的过程，不是僵化的，而是需要随着情况的变化而不断地调整。因为环境改变了，概率也将随之改变，而新的概率或许需要新的安全空间，所以必须随时调整你的思考模式，进而发现何种投资组合的获利概率是最大的。如果你觉得这个过程太难，那么，想想每次开车时你根据路况的变化必须作出的数以百计的调整，那时，你并不感觉到自己在不断地作出改变，但是这对自己和其他人的安全却有着莫大的保障作用。相对于开车时的随时调整，追踪几家公司的麻烦就算小多了，坚持这样做，你的经验累积就会越多。

蒙哥说："没有人天生特异，可以随时知道天下的所有事。但是对那些努力用功的人来说，这些人能够寻找和筛选出价格与价值不对称的投资标的，就会因此找到突破的机会。"蒙哥继续强调："当机会来临时，聪明的人就赌大一点。他们赌大是因为他们有机会。没有机会的时候，就收手不做，事情就这么简单。"

学会用数字思考

在这个世界里有很多喜欢数字的人，他们对数学的敬重之情就好像那些对古典音乐或漂亮的手工家具感兴趣的人的狂热那样。对他们而言，计算概率本身就是一大乐趣，是完成某项事情的必备工具。其实，我们已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



讲了，生活中的数学现象随处可见，并非一定要具备专门的数学知识。蒙哥说：“你必须学会时时将这些基础数学运用在生活中有用的地方，就像是例行公事一样。假如你连基础数学都不懂，概率的数学运算就会让你感到浑身不自在，那么你就像一个独脚人在玩踢屁股的游戏一样，完全没有优势可言，准备等着被别人来修理。”巴菲特之所以能成功，毫无疑问与他对数字的敏感有着密切关系。蒙哥说：“我为他工作了这么多年，深深体会到像他这种人的最大优势就是会自动用树状结构及基础数学排列组合来思考有关投资的一切问题。”大部分的人则不会这样做，因为大多数的投资人似乎在心理上就没有用多元变数来思考未来可能发展的习惯，他们通常倾向于用武断猜测来作决定，而忽略各种可能结果的发生概率。

用概率来思考问题并非不可能，只需要换个角度看问题就可以了。但也有人在投资没有高额获利时，通常会变得很情绪化，继而产生偏见。在下一章里，我们会提到投资人的心理情绪，特别是对金钱方面的欲望情绪是如何引领投资人走上一条错误的投资方向的。但是如果你能学会用概率的方法思考问题，你将可以利用所学到的投资知识来创造出更多的利润。可口可乐公司及其他优秀公司的股票价格不是经常会跌到低于其内部价值之下的，但是一旦这种情形发生，你应该在财务上或心理上都有大赌一把的准备。同时应把研究股票市场当成一项正事，等待着有一天市场出现大好的投资机会。巴菲特说：“大家应该想想没有什么事情是绝对可能发生的，也没有什么事情是绝对不可能发生的。蒙哥和我都认为我们绝不会想出些什么神奇的新花样来，我们可以做的就是：在投资组合中加入一些高获利概率的股票。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货 ... 按照交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ 微信：... 开户 ... www ... net

6

第六章

价值投资心理学

在投资界，当你具备对抗主流的智慧，你的投资机会就会大大增加。应用价值投资法时，必须有能力在大众疯狂地买进时卖出，在大众疯狂卖出时买进，甚至在事情似乎越来越好的时候抱着一种怀疑态度。但即使是老练的投资人，要做到这一点也是相当困难的，这就好比看到赌场里的老虎机在 1 个小时内连爆 10 次大奖，或者说股票价格 2 个月里大涨了 1 倍，而你却不敢进场投资是一样的。

本质上，价值投资法不只是一套方法，它也是人格心理特质的一种展现，是由经验、知识和渴望投资获利所形成的心理状态。纯粹的价值型投资人必定也是纯粹的价值搜寻者，他们对好商品，不论是在外面吃一顿晚餐，在超级市场里购买各种商品，还是在车市里挑选新车，在房市里寻找自己喜爱的房子等，他们都不愿支付超额价格。那么，又如何分辨价值型投资人和非价值型投资人的异同呢？我们从日常生活中就可以看到这两者的区别：

- 价值型投资人会去租一盘 3 元的录像带，而不会跑到电影院支付一二十元看一场同样的电影。
- 价值型投资人会等待丰田或福特车降价促销时才换新车，而不会在新车型刚面市的时候就赶去凑热闹。新款车将意味着要支付多得多的钱。
- 价值型投资人会购买一包简装无牌子的麦片，而不会去买 一盒包装精美、收费很贵的品牌麦片。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



● 价值型投资人会在春天来临时以 5 折买进冬衣，等来年冬天时穿，而不会在冬天时跟着大家一样冲到商店里高价抢进冬衣。

● 价值型投资人不会购买标价几百元的比妮填充玩具，而会以更低的价格买下仍然会使小孩玩得很尽兴的普通玩具。

这些消费行为模式和投资有何关联？有！上述各例中，价值型消费者总是会去寻找低价买进的机会，或去寻找价格较低的替代品。我们绝不应将这类行为视为贪图小便宜，相反，他们的消费行为反映了不愿意为商品支付超过“公平市场价格”（fair price）的价值观念。当然，公平市场价格这个概念是难以捉摸且又十分主观的，要设定一个公平市场价，就必须在买进前判断该商品的价值。例如，在决定租借录像带而不去看电影时，消费者就必须设定花 20 元看一场电影实在太贵的观念，自然，花两三元租借录像带就是完全可以接受的。同样，消费者不去购买标价 30 万元的别克轿车，但 2 个月后当其价格大降了 2 万元之后，消费者就会觉得它物超所值了。事实上，上述例子有其共通点，即以低价买进好的商品，或者买进同质的替代品，这比高价抢进同样的东西要划算得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

不理性的市场

股票市场恐怕是世界上唯一一个和其他商品市场有别的地方，有时它是世界上唯一一个能让投资人买到比合理价值更昂贵的东西的地方。投资者从其他投资人的投资行为中寻找确定感，买进大家都趋同的股票，他们被教导在某股票或股市技术面走好的时候买进股票，也就是买进那些收盘价创新高、成交量放大，或突破移动平均线的股票。股票市场也诱使投资人只使用股价来衡量公司市值，对多数投资人来说，股价上扬代表了公司内在价值好；反之，股价下跌则表示公司的内在价值恶化。显然，股市是形成投资人这些错误观念的场所。大家都知道，股市的主要功能就是作为中央市场，让全国、全世界各地的投资人都能到此购买金融商品。纽约华尔街是世界上最著名的提供上千种金融商品的地方，每日不断变化的价格变动，就像一座巨型的股票跳蚤市场，需求十分旺盛，没有任何一种价格能维持数月不变的。在股票市场上，价格变化是短暂无常的，而每个人，不论是买方还是卖方，都有机会设定自己愿意交易的价位。市场上没有库存单位，没有结账区，也没有到下周日截止的换季拍卖，这里的金融商品——股票，仅是根据个人所认定值得的价格进行买卖。

古时候，“公开喊价”的市场相当兴盛，人们在大型户外场地买卖鱼类、香料、丝绸和动物什么的。这类市场可以吸引买卖双方到同一地方来交换信息并比较商品价格。若就这点而言，它们的确相当“有效率”。但是这类市场向来不理性，也向来不会理性。价格是受供求左右的，也因买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



卖双方对品质和风险所持的观点不同而不同，因为买卖双方事实上并未拥有对等的信息，所以他们会面临经济学家所称的“信息不对称”（information asymmetry）的局面。波斯地毯的卖方可能知道地毯早已供过于求，而且50公里外的仓库里还堆放着大量存货；而不知情的买方以高价买到地毯，离开时还以为自己出了低价买到地毯而沾沾自喜。在澳大利亚的超市里，家庭主妇可能会不知道1982年查尔斯和黛安娜访问澳大利亚时专门制作的金属版5角分币，由于1997年黛安娜的猝死而早已暴涨到了几千澳元，由于这一信息不对称，她在买东西时竟将它当成了一枚普通货币给了售货员。精明的售货员一眼就看出了它的内在价值，欣喜若狂。同样，买方可能愿意溢价买进玉米，理由是他们知道未来一个星期将有暴雨来临，可能摧毁当地的玉米作物，从而使玉米价格可能暴涨，而卖方却并不知道。

许多投资人相信股票市场不会像过去的波斯香料市场那样毫无理性，股市是理性的，股价是有效率的，更不会有便宜存货的存在。与此相关的理论认为，全球数以千百万计的人都在研究股市，所以，不会出现股价高于或低于其真正价值的情况，因为若是发生此类情形，投资人很快会发现其间的价差，并把股价重新推向到一个合理的价位上。这个观点最早于50多年前就已提出，嗣后就一再被提出来进行讨论。效率市场论的拥护者、诺贝尔经济奖得主萨缪尔逊说：“如果聪明人不断在市场上寻求好价值，卖出他们认为已被高估的股票，买进他们认为现被低估的股票，这些智慧型投资人的行为将会使当前折价的股票反映出其未来走势。因此对被动的投资人来说，尽管他们本身不去寻找被高估或被低估的股票，还是会受这种股价模式的带动。对被动的投资人来说，随意投资和采用不同的选股方式，其结果是一样的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

萨缪尔逊主张投资人不可能持续地从预计股票买卖的时机中获利，因为股价不可能长期被错估。因此以价格和成交量资料预估买卖股票时机的技术分析和基本面分析统统都没有用，无法帮助投资人获取利润。近年来的市场分析师大肆推广萨缪尔逊的观点，他们宣称股市有完美的理性和效率，所有的股价都是公平的，反映出投资大众展望公司发展趋势的共识。因为这些共识中包含了公司的所有相关信息，它的结论不可能出错，所以不论什么时候，股价都会反映公司的内在价值。根据“效率市场理论”，像 IBM 这样的股票，不论是本益比 20 倍还是 12 倍都无关紧要。在 20 倍或 12 倍两种本益比的情况下，IBM 的股价都是买卖双方理性互动引起的。理论上，双方都拥有足够的信息可以公平地对 IBM 价值进行评估。

这自然引发了一个饶有兴趣的问题，即公司的本益比有时是 20 倍，有时又是 12 倍，那么又怎么可能有公平价格可言呢？根据效率市场理论的说法，这种近乎随机波动的股价水平，可用来解释某些时间里 IBM 公司内在价值的变化：利率可能改变，经济可能走下坡路，电脑产业可能经历存货失调，电脑需求可能不断上升，IBM 总裁可能要辞去职务，等等，而每则有关 IBM 的新信息以及对 IBM 形成的冲击都立刻被市场投资人所吸纳，进而也就形成了股价的变动。这些信息综合起来可能使 IBM 的内在价值在短短几个月内大幅下滑，也可能大幅上涨。

效率市场理论有其自身的优点。就进行交易而言，股票市场，即交易所本身倒是相当具有效率机制的。投资人可以随时拿起电话，报价买进自己选择的股票，不论投资人是投资规模达 10 亿美元的基金，还是几千元、几万元的小额投资人，如学校老师、退休人员等，任何人都可以随时参与市场买卖。

但是所谓的效率也仅止于此。相信股票市场是理性的，就好比把一根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

缰绳交给了一双看不见的手，你只好举手投降并承认你无法战胜市场。这就像是说“不要白费工夫了，因为大家都说生物老师不会给满分的”，其实这是一种借口。我们必须承认，影响股市变化的还有人的情绪和其他各种各样的因素，在绝大多数时间里，股市是既不寻常，也不理性的，更没有公平可言。相反，股市反映了数以千万计的投资人的随机行为，他们为了达到个人获利的目标而作出各种买卖行为的决定。股票市场每一次哪怕是极其微小的变动都体现出约翰·威廉斯（John Williams）在 1938 年提出的“市场边际观点”（marginal opinion）的特征。威廉斯认为，股市实际上是由数以千万的善变投资人组成，因此不能把它视为具有集体智慧的单一个体。

“我们暂时假设市场上只有一只股票，而且除了投资人以外没有其他人买卖这家公司发行的股票。关于公司的真实价值如何，每个人都非常珍视自己的意见。而究竟什么价格才是真正正确的，唯有时间才能证明一切。然而时间是不会立刻公布答案的，只会随着岁月的流逝慢慢地表现出来。市场只能表达意见，不能陈述事实。今天的意见只能创造今天的价格，明天的意见创造明天的价格，很少有股价能通过事件的检验证明是完全合理的。就在这个市场里，聪明人和傻瓜都在进行着交易，但没有任何一种人能自己设定价格，即使具有压倒性多数的人的想法也无法对市场产生多大的影响，因为凡是拥有股票的人都可以自行设定价格。”

在威廉斯提出“市场边际观点”之前 4 年（即 1934 年），格雷厄姆也作过十分类似的暗示，他认为市场价格是由供需心理设定的：“很明显，证券市场制定价格的过程通常是不合逻辑或错误的，这些过程并非无意识或机械式的，而是牵涉心理层面，因为这些过程贯穿在投资人的心中。所以说，市场的错误就是一群人或一组个人的错误，大部分错误都能归结于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

三个基本原因：夸大、过度简化、疏忽。”

毫无疑问，股价发生错误的原因是教科书无法解释的。让我们模拟一下埃克森石油（Exxson）这只股票是如何交易的。某投资人买进100股埃克森石油股票，是因为他认为该股股价已差不多跌至谷底，而价格也很合理，他能达成交易是因为某人被他的经纪人说服卖出了100股该股票。埃克森石油股票的下一位买家因在经纪人的账户中有多余现金而想多赚点股利，其交易对手是擅长作技术分析的市场老手，电脑显示他的埃克森石油股已超买。下一笔交易是一位父亲，他必须卖出500股以支付其女儿的婚礼。买方则是一位寡妇，她刚在报纸上读到有关埃克森石油的新闻，对这一只股票留下了深刻印象，所以下单买进500股。下一笔交易是5000股买单，一位小企业的老板正为他的员工退休储备计划进行风险分散投资，其交易对手是拥有6万股埃克森石油股票的共同基金，现正试图出手部分持股以降低其在能源股上的风险。

从上述买卖交易情况看，投资人的得失观、目标、局限、新闻渠道等对于事件的解读，就像每个人的指纹，都是不一样的。他们在那一天的6个半小时的营业时间里进行着不同的交易。实际上，当天买卖埃克森石油股票的人中只有5%的人是分析过该公司的前景，并且评估过该公司股票的实际价值的。剩下的95%的人仅使用了些许信息作为决策的依据，以表明自己并没有受情绪或财务需要的影响，实际上有点自欺欺人。这不是效率，不过是一个把股价涨跌交给起伏不定的情绪任其摆布的市场行为。在每日交易中，供需的确能驱动价格，但供需又是受每个投资人特有的心理力量驱动的，而信息只是人们下单的一种借口罢了。

在最糟的情况下，这种公开叫价系统会引起整体混乱、恐慌和真正的价格无效率。我们从一家在圣路易斯的油井制造管道公司Maverick Tube股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



票在1997年的遭遇就可见一斑。Maverick Tube股票在9个月内从6元涨到了50元，然后在1998年又跌回到每股10美元的价位。该公司股价疯狂上涨时，公司的获利和净值却并未像它的股价一样增加了9倍。这样的波动率合理、理性吗？Maverick Tube公司在1月时还只是每股6美元，到了9月时已到了历史天价50美元，7个月后又几乎打回原地。Maverick Tube的公平市值在某两个价格之间上下波动是合理的，但震荡如此之大，能说是合理、理性的吗？如果投资大众能理性地评估Maverick Tube股价，其股价可能会从每股5美元缓慢地涨到25美元，停留在这个价格水平一直到第二年。然而，就因为市场的贪婪、恐慌、不理性和对公司展望的不确定，却让这家公司的股价在短短1年里经历了惊险的过山跳。

市场无效率现象难道就发生在1997年的Maverick Tube公司一家身上吗？其实，1996年也出现了类似的情况。可口可乐公司就是该年的一个例子。1996年，可口可乐股价的本益比是40倍，而公司获利预期增长仅是17%。如果投资人接受可口可乐的评估方式，那么他们实在应该进行类比，当微软股票的本益比为40倍时，其获利已提高到35%。1991年市场恐慌性抛售大通银行股票也是一个反向不理性的例子。当时这只股票本益比仅5倍，却惨跌到12美元；而到了1997年该股又疯涨到100美元以上。这种猴性似的上涨和下跌现象难道是有效率吗？1993年，市场疯狂买进破产的LTV钢铁公司股票，投资人争先恐后地把一家几乎没有任何投资价值的垃圾公司股票哄抬到每股3美元，其效率又在哪里？由于股价偏离公司的内在价值实在太多，连LTV钢铁公司的高级主管也不得不在报纸上刊登公开声明，警告投资人该股不具备任何投资价值。

1995—1996年，通用电气（General Electric）的内在价值是否真的像股价那样增加了150%？从股价看的确如此，但是这合理吗？只有效率市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

场理论的信徒们才愿意相信。在那段时间里，通用电气的收益上升了32%，而股东权益上升了38%，然而股票上涨的速度却是公司价值增加速度的4倍。通用电气股价上涨的唯一合理解释就是股价在上涨前被严重低估，而它适逢其时的收益增加正好被市场利用。但是承认这一事实也就等于接受在1995—1996年间通用电气的股价反映的正是市场无效率的观点。

最著名的一个案例发生在1987年10月19日，美国股市当天暴跌了22%，股价难道就表现出效率了吗？是否美国公司的内在价值又真的像股市所表现的那样，在短短的6个小时内暴跌了那么多价值？事实上，就在股市发生悲剧性的那一天，工商业界并没有什么大的事情发生，经济正常运转，顾客还在零售店里快乐地购物，生产流水线的工人继续以正常速度在生产产品。而那一天唯一变化的是投资人的观点，人们认为股价已经高得不合理了。

不理性循环模型

让我们来模拟一个普遍适用的市场不理性模型。我们选择的是典型的公司模式，股价以公司内在价值为标准，上下来回震荡。我们又假设公司的内在价值在一段时间里会缓慢且稳定地增长。我们认为，股价很少能够刚好等于公司的内在价值，多数时候，依据投资人的看法，股价不是被高估就是被低估。假设这样的关系存在于每只交易的股票上，我们可以把这些股价区分为7个不同的阶段：

阶段一：受某些因素影响，股价低于公司内在价值，这些因素有的是





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

和公司有关联的，有的则无。在此阶段，投资人十分担心。显然，股价并未反映出公司的真实价值。我们可以说，在每股60元的价位才反映了公司的内在价值（约为65元），其中5元（65－60）的价差可以理解为投资人悲观心态的折扣额。

阶段二：在这个阶段悲观主义不断蔓延，以致达到了顶峰。尽管公司内在价值在上升，股价仍大幅下跌。在这一阶段，内在价值的折价也最大。

阶段三：随着投资人观点的改变，股价开始扬升。公司市值还在持续增加，但此时股价爬升的速度比内在价值还要快。在某一点时两者达到均衡价格，但是此时的股价已高于公司的公平市价。

阶段四：一连几个星期或几个月的涨势是随着投资人观点的改变而改变的，越来越多的投资人认同这只正在攀升的股票。股价每天上涨似乎更肯定了投资人买进的决定是正确无误的，于是日成交量看似更强劲，许多跟风盘涌出。这一阶段，亟欲从热门股上赚取20%或30%利润的基金经理人也纷纷加入了买盘者的行列，买气催生买气，导致股价和投资人重新恢复信心，造成更大的溢价。股价本益比似乎早已超越增长率，但这时却一点也得不到投资人的重视。然而回想一下，才几个月前，投资人还不愿意在本益比8倍的时候买进，时下本益比已经20倍了，但看着股价还在不断攀升的股票，不买就是十足的傻瓜了。

阶段五：涨势已达到最后冲刺阶段。每日价格波动越发剧烈，且股价与内在价值的乖离率也越来越大，买卖双方必须向外寻求更正当的理由好让股价继续上涨。有人相信，由于利率较低，所以这个阶段的股价仍是合理的。有人则以公司重组后应有一个较大的溢价产生为理由。证券公司或分析师们更是根据过度乐观的假设性收益建议投资人大胆买进，这无疑更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

助长了股价上涨。在第五阶段，过去的一切已变得毫不相干，投资人根据心中对未来收益的预期来追逐高股价。

阶段六：由于股价偏离公司内在价值实在太远，股价注定会有崩跌的一天。事实上，整体下滑趋势已经显现，通常是由某一新闻事件引发的，只是为时短暂。在下滑阶段初期，许多人相信眼前的走势只是在调整而已，并利用市场"小跌"机会加仓增持。同时，分析师在股价刚下跌时会避重就轻地回避不提，他们自己对股票暴跌现象十分明白，却还在一个劲地煽动投资人买进。紧接着是一个稍纵即逝的多头上涨，但这是大盘崩跌前的"回光返照"。

阶段七：卖压白热化，股价加速下跌，投资人再度陷入悲观境地。然而，他们依然不关心股票的内在价值，似乎也不在意股价随着大幅下跌正在日益变得靠近内在价值，他们唯一焦虑的是每时每刻都在被侵蚀、流失的账面获利，并想着为避免认赔而寻找杀出的机会。这时候，股票交易价格常常甚至低过其内在价位。

这些年里，我作为一个市场投资人，已成百上千次地看到过类似的循环模式不断上演。有时候这种循环需要数年才能完成，有时却只是几个月而已。循环期间，买进并抱牢股票的人相信自己的持股是理性、合理的，而别人的行为都是愚蠢的。最不寻常的是投资人从未因此总结学习变得聪明一点，到了下次循环开始时，他们在另一只或另一类股票上依然如法炮制，然后重蹈覆辙。他们相信股价是有效率的，所以在股价上扬时会试着买更多的股票，而当价格跌到公平市值时，他们却反而持观望态度。

聪明的做法应该是只在阶段一、阶段二或最迟在阶段三买进股票然后抱住不放，在股票高过公平市值时考虑卖出。

股市里的价格错估现象最骇人的例子发生在那类景气循环股上，例如



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

钢铁、石油、电力、机械等，这些股票的价格在景气疲软或宏观调控时常会发生急跌现象，甚至惨烈到会跌于内在价值之下的程度，原因多半是因为人们心生恐惧使然。投资人意识到事情可能还会变得更糟，害怕股价不断下跌。但是熟悉历史的投资人知道，景气循环股获利表现受经济景气影响，景气好时，股价被推升至很高，而景气波动或萧条时股价可能非常低。这是一个既定事实。如果我们的投资人十分清楚这些获利迟早都会再回来，为什么还是要每隔几年就在这些股票上一哄而起、一哄而散呢？如果市场真的有效率，投资人理应忽视短期业绩下挫，而让股价真正反映出平缓、长期增长的特征来。可惜，投资人没有也无法做到这一点。有些投资人在经济复苏时以本益比 20 倍抢进股票，但当经济衰退时，本益比 6 倍的股票却反遭他们的唾弃。当萧条来临时，他们是断然不敢触碰那些已下跌极为惨烈的股票的。然而，历史一再告诉我们，那些股价已惨跌的股票才是最该买回来的。

深入探讨这个问题后，我们可以十分确信股价最终是没有效率的。如果金融市场真如有些学者声称的那样有效率，我们应当可以见到在基金经理人、信托公司职员和投资人中，战胜市场者会和被市场击败者的数目一样之多，即战胜市场和落后市场的概率各半。然而，事实上，大多数的专业人士都败给了标准普尔 500 指数。例如，多年累计下来有超过 90% 的基金经理人的基金绩效落后于标准普尔 500 指数。这些数据背后深含的意义再次表明，市场绝非是有效率的。早在 20 世纪 70 年代末期，德曼价值管理公司的总裁德曼在研究了自 1929 年以来专业人士的买卖习惯后，就发现市场的“一窝蜂心理”（herd mentality）。德曼指出，那些专业人士倾向于跟随市场而不是主导市场，他们不理会价格与价值的关系，只是跟着同业者购买相同的股票，只要大家都买就跟着也跳进去。德曼提到，一窝蜂买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

进的力道最强时是在市场进入头部附近，这通常是导致他们的灾情比一般投资人还要惨重的主要原因。德曼的结论是，如果这些投资人的结局注定要落后于市场，市场效率的观点就不成立。

市场信息不对称

信息是投资人的命脉，不论你的分析技术有多高明，你必须有及时、客观、有用的信息才能在投资市场上获得成功。效率市场假设每位市场投资人有平等的取得信息的管道，有能力准确筛选信息并正确解读信息。但是如果信息不对称，也就是说某些投资人拥有比别人更多、更好的信息，或是说信息不准确，那么效率理论也就不攻自破了。

毫无疑问，大部分呈现在投资人面前的信息都是被严重篡改的，因此对股价会起相当大的扭曲作用。因为大部分投资人据以买卖的信息都含有这样那样的主观诠释，从而使投资人错误地解读了信息。这里我们提出三个假定来进一步说明我们的观点：

- 信息并非随手可得。由于成本原因，多数投资人是无法取得充分信息的。即使在今天信息爆炸的时代，数以百万计的投资人虽已能够通过网络取得以往被控制、被过滤的信息，但仍无法在短期内得到可能影响股价的信息。投资人无法定期拜访上市公司，无法与同业工会、供应商、经销商交谈，更遑论参与企业管理。就是一年一两次的股东大会，可以说大部分小股民都是无缘参加的。

- 每个人对信息的理解是不一样的，投资人往往主观地解读信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



先前埃克森石油股票的例子就说明，每个投资人都是根据自己的财务需求、目标、限制、新闻管道和对事件的理解来进行股票买卖的。例如，对于一般的投资人来说，通常一只上涨到25元的股票会比下跌到25元的股票更值得买进。

● 投资人的信息通常来自意图左右信息的人。在树立投资观念和作出投资决策上，我们绝对不能低估媒体和新闻事件所起的作用。所有金融业释放出来的消息，以及过滤过的信息，都有可能使股价变得无效率。例如，治理结构不良的上市公司常用扭曲信息的方法来迷惑投资人，他们通过公布预估获利、散布购并重组消息等来达到他们拉高出货的目的。

媒体为了争取订户，也常指使记者捏造新闻，例如，明明股价大涨已经结束，他们还大幅报道所谓的热门股，或大量撰写如“现在可以买进的十大股票”等文章。大多数投资人通常都是通过媒体来获得二手的市场信息的，因此他们很容易轻易接受和相信媒体的观点和偏见。即使是文章中采用的语气，有时也能严重扭曲信息。误导性的标题或煽动性的语言，都可能破坏股票正常的供需关系。

习惯根据信息买卖股票的投资人特别容易受信息解读偏见的左右。我最喜欢在公司员工中举这样一个例子。那是在1997年1月22日，当时各大媒体都试图解读美国联邦储备委员会主席格林斯潘在参议院预算委员会上的讲话。第二天的新闻报道显示美国的通货膨胀可能上涨，也可能持平；经济可能稳定增长，也可能有过热的危险。请看下列5则报道格林斯潘讲话的新闻标题：

● 《华尔街日报》报道：“联邦储备委员会主席预见薪水上扬。”文章中提到，格林斯潘暗示他会调高利率。

● 路透社说：“格林斯潘对经济感到乐观，并发出薪水警告。”根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

这篇报道，格林斯潘对美国经济的增长速度感到满意，而且“并未暗示”联邦储备委员会准备调高利率。

- 《纽约时报》说：“格林斯潘对经济发展感到满意，但对薪水的增加发出了警告。”“格林斯潘的讲话将刺激市场。”
- 《美联社》说：“格林斯潘发出通货膨胀预警。”
- CNN 财经新闻网说：“联邦储备委员会虽然满意，但也很为难。”

如果你无法在有线电视上收看到当天格林斯潘未被他人诠释过的讲话全文时，相信你对他的讲话精神的理解只能根据当天你所看到的新闻报道来加以解读。如果那天早上你拿起报纸来看到头条新闻中写着“联邦储备委员会主席暗示要调升利率”的话，你可能就会在开市当天卖出手中持有的对利率反应敏感的股票。但是如果报纸在报道同一则新闻时使用了“联邦储备委员会对当前利率感到满意”的话时，你可能会如释重负，这一天你在股市上可能什么都不做，因为新闻是中性的甚至是略带偏利好的消息。

当 1997 年 1 月 22 日的新闻出现在你面前的时候，至少已被过滤了四次以上。首先，记者会解读格林斯潘的讲话，并把他的讲话根据自己的理解浓缩成易于读者阅读的几个要点、重点；然后，记者还必须根据格林斯潘讲话后与参议院的议员们交换意见时所谈的看法。如果没有议员就利率问题质询他，记者可能会认为这个议题没有太大的新闻价值，从而轻描淡写一笔带过。接着，记者可能会征询专家意见，由于截稿时间的压力，他可能已没有时间继续采访和听取各路专家的不同意见了。最后，文稿在编辑会议上还会被过滤一次，新闻编辑和文字编辑会根据他们对格林斯潘讲话的重要性理解重新编排文稿，他们通常会文牍式地从文稿中挑出新闻标题（通常 6 个字以内）来总结格林斯潘的讲话内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



这样一座信息加工厂生产的结果，很可能严重扭曲投资者的投资观念，导致投资者作出非理性的决策。所以，不相信价值投资理论的人，只有相信效率市场的理论，认为本益比50倍的股价还是公平市值，而且市场是不会被打败的。而对于价值型投资人来说，只要他们还是无足轻重的少数人群，那么从上述这种错误逻辑中获利的机会还会有很多。你最大的获利来源，就是摒弃传统的投资观念，小心检验你的信息，等待投资人错估公司价格。引用格雷厄姆的话说："市场通常会错得非常离谱，有些时候谨慎勇敢的投资人反而倒能善加利用这种独具特色的错误。"

投资人的最大敌人是自己

心理是左右人类行为的主要因素，可是在效率市场等现代投资理论中并没有占得一席之地。依照效率市场理论的看法，市场效率的产生纯粹是因为投资人在取得所有信息后得以迅速而理性地制定价格。然而我们不禁要问：人们对于金钱的态度是理性还是正相反？事实上，人类只有在除了对金钱以外的少数事物方面才较不受心理因素影响，而在金钱方面，人们往往特别容易作出非常情绪化且不符合逻辑思维方式的决定来。若不把人类心理因素纳入考虑之列，而试着要对投资理财有更深入的了解，就像是没有海图而尝试只靠指南针航行一样，是很难成功的。

当我们探讨股票市场时，将人类的心理因素作为重要变量来考量显得特别重要。因为越是在不明确和不稳定的市场环境里，投资人受到有形、无形的心理因素的影响会越大。我们发现许多诱使人们买卖股票的因素，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

除了只能从人类包括心理在内的社会行为角度来加以解释外，没有其他的角度可以解释。股票市场是由无数投资人的买卖意志和行为决定而形成的合力结果，所以我们尽可以放心地作出推论，整个股票市场上升或下跌的最主要推动力来自于投资人的心理影响。

很久以来，效率市场理论被认定是解释股市的最合适模型，而任何其他模型理论包括市场心理影响等都没有受到应有的重视。但在过去几年中，我们已经从西方发达国家中看到了这样革命性的变化，许多学者已开始关注通过人类行为架构来分析投资理财这一课题，这种介乎经济学和心理学之间的学科现在被称为行为财务学。这一学科还刚刚从大学的象牙塔里孕育出来，近年来也被介绍到中国，逐渐成为投资专业人员谈话的重要内容。其实，这种理论的起源，同样可以追溯到价值投资之父——格雷厄姆身上。

被后世公认为是财务分析之父的格雷厄姆曾教过三代人如何征服股海，他的价值导向投资策略也曾帮助了成千上万的人挑选股票。但是，人们却大大忽略了他也关心心理因素影响投资决策的问题。在《股票分析》和《智能型股票投资人》（*The Intelligent Investor*）这两本书中，格雷厄姆曾用了许多篇幅来解释投资人的情绪变化是如何造成股票市场的波动的，特别是在发生经济或金融危机导致的股灾中，这种由心理变动而引起的股票市场波动甚至是剧烈的、疯狂的。

格雷厄姆知道投资人最大的敌人不是股票市场，而是自己。投资人就算是已具备了我们上面论述的优异的数学、财务和会计能力，如果他们在不断震荡的股票市场里无法控制住自己的情绪变化，也就很难从投资中获利。格雷厄姆最出名的学生巴菲特是这样解释的：“格雷厄姆有三点重要主张：第一，把投资股票当作生意来看，这样将会使你拥有与其他市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



的投资人非常不同的投资观点；第二，要有安全利润空间概念，因为它将带给你竞争优势；第三，要以一个真正投资人的态度面对股票市场。若你有那样的态度，你已经99%领先于其他投资人了，这对你而言，是一个很大的优势。"

格雷厄姆认为，投资人若想建立面对股票市场的正确态度，就必须在心理和财务上做好充分的准备，因为市场不可避免地会上下震荡，投资人不仅在股票价格上升时要有良好的心理素质，也要以沉稳的情绪来面对股票价格的下跌，有时甚至是猛烈下跌的局面。同时，投资人对股票市场价格下跌的反应应该像公司老板遭遇个别顾客质疑产品价格太高时的心理一样，完全忽视有这回事的存在。若你有那样的心态，你已经具备了99%领先其他投资人的心理素质："真正的投资人从来不会被市场形势所迫而轻易卖出自己看好的股票，也不会关心短暂的价格走势。"

为了更通俗化地阐述他的观点，格雷厄姆杜撰了一个寓言故事的角色，并称其为"市场先生"。格雷厄姆的"市场先生"这一创新概念，现在在美国，早已成为教育投资人了解股票价格在一段期间后为何以及又是如何偏离合理价位区间的极好案例。

想象你与"市场先生"同是一家私人企业的合伙人，"市场先生"每天都告诉你他愿意买进你的股权或卖出他的股权。虽然你们共同拥有的公司具有持续稳定增长的特征，但"市场先生"给你的报价却并不总是如此稳定，因为"市场先生"的情绪常常是不稳定的。有时候他很快乐，感到前途一片光明。在快乐的时光里，他愿意以高价买你的股权。而在其余时间里，"市场先生"也会表现出沮丧的情绪，此时他的报价可能就非常之低。格雷厄姆说，"市场先生"有一个蛮不错的个性，那就是他并不介意被别人责骂为变化无常的人。若"市场先生"的报价被你忽视，明天他还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

会继续带着新的报价来。格雷厄姆因此警告投资人，“市场先生”的有用之处是他的报价记事本，而不是他的智慧。“市场先生”变得愚蠢的时候，你可以不理会他，甚至占他的便宜；但如果你完全受他影响，结果肯定是一场浩劫。

格雷厄姆说：“投资人如果因为市场的非理性下滑而决定迅速杀出持股，或开始对未来股票市场表现出过度焦虑情绪，这正好是把自己的优势转换成了劣势。假如他所持有的股票没有市场价格问题，他就会感到舒服很多，因为这样便可以免去由市场价格震荡而带来的无谓的精神紧张了。”

不要因为其他市场投资人的误判就把自己手中的股票贸然卖出，这是格雷厄姆授课时经常强调的重点之一。在这一点上，巴菲特学得很不错，他同时呼吁投资人一起实践格雷厄姆的这一思想要旨。我们在下文中可以见到巴菲特在许多场合，是如何与伯克希尔的股东们一起充分分享格雷厄姆所倡导的“市场先生”的理论的。巴菲特时常提醒他的股东们，一个成功的投资人需要良好的商业判断力，并且保护自己避免受到“市场先生”释放出来的波动情绪的影响。就像巴菲特常通过格雷厄姆讲述的“市场先生”的故事来提醒自己的投资行为一定要理性一样，他希望投资人也能经常提醒自己要与市场的愚蠢波动保持一定的距离。

格雷厄姆在60多年前就开始写有关市场的不理性和投资人应如何保护自己避免犯错误的文章。然而从那时候起一直到现在，投资人的行为很少有改变，仍经常性地表现出不理性的行为来，典型的两种不理性市场行为就是害怕与贪婪，几乎每时每刻都在发生着，从而累及整个市场的表现。许多被扭曲的理论和想法萦绕在投资人的周围，如果我们有足够的诚实和勇气的话，就应该主动在自己身上检查这种市场扭曲的遗毒。如果你因为近距离地检验自己而感到不适，你也可以从专家们所作的研究中发现这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



遗毒的存在。

1997年，美国加州大学的行为经济学家特伦斯·奥迪恩（Terrance Odeen）发表了题为“投资人买卖为何如此频繁?”（*Why do Investors Trade Too Much*?）的研究报告，在这篇报告中他总结了观察一万名不具名投资人买卖行为的研究结果。奥迪恩在过去的10多年里，从主要的证券经纪公司中随意选取了10000个账户，并追踪其中的9748个有效账户的股票交易情形。首先，这些账户的股票年平均周转率达到78%，也就是说，他们的投资组合中，80%的股票卖出后又再买回来。其次，他以每四个月、每一年以及两年为时间段来观察这些户头内的投资组合的变化。他发现两项惊人的结果：第一，投资人买进的股票与当时的市场主流导向一致；第二，他们卖出的股票，事后的表现都证明打败了市场。奥迪恩表示，从过去一年的股票波动区间看，在买卖手续费不列入考虑的情况下，所有后来表现不错的股票，都是在涨幅只有3%的时候就被卖掉了。

到底是什么原因激发起人们从事这种无效的市场买卖呢？因为无法回到过去，无法去问每一个投资人当时的心里到底在想什么，所以也就无法得到正式的理由究竟是什么。如果真能获得这方面信息的话，或许有一万个理由都不止，但有一点是可以肯定的，那就是，每当与金钱和投资相关时，人们常常会做出误判行为。遗憾的是，我们可以分辨出投资人的这种非理性行为，但却很少有对投资人之所以选择走上这条投资不归路的原因的研究。现在来看，答案或许可以从心理层面获得。让我们再从蒙哥的观点深入下去。

蒙哥对如何从不同领域吸取知识并融合为智慧曾作过一番思考，他曾经提到投资人有必要了解基本的会计和财务知识，同时也要了解统计和概率等知识，这样才能使自己在投资方面的知识更加完整。其中，他认为投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

资人最有必要学习的领域就是心理学，特别是他所称的误判心理（Psychology of misjudgement）。蒙哥相信，最重要的思考缺陷是投资人在思考分析时经常好走捷径，而且不经调查研究阶段就轻易地直接跳到结论部分，接着就贸然进入股票市场进行操作。蒙哥说："就我个人来说，我已经意识到这个问题，所以我现在都尽量采用双轨分析法。第一，必须理性分析所有真正控制我们利益的因素有哪些。第二，了解潜意识的影响力，脑部在潜意识状态下会主动驱使我们做一些事，这些事有时非常有用，但多数时候不大管用。"投资人在作投资决策时，要学会使用这两阶段分析法，首先考虑理性的预期和概率，然后再小心评估心理因素。

有关心理误判的重要研究成果来自芝加哥大学经济系，该系曾培养出了多位主张效率市场理论的诺贝尔奖得主。但自从前康奈尔大学经济学家理查德·泰勒（Richard Thaler）加入芝加哥大学经济系后，他质疑投资人行为是否理性地主张也跟着走进了这一大学神圣的学术殿堂。

投资中的非理性思考

行为财务学的研究是希望通过心理学理论来分析市场是否有效率。人们在处理财务时常犯许多愚蠢的错误并且作出不合逻辑的假设。学院派学者泰勒开始深入挖掘心理学概念，进而解释人们思考中非理性的部分，它们包括以下几个方面。

过分自信

许多心理学研究都指出，投资人的误判通常发生在他们过分自信的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



候。如果你对一群驾驶员作问卷调查，问他们是否认为自己的开车技术优于别人，相信绝大多数的人都会说他们是最优秀的驾驶者，相对地也留下了到底谁是最差驾驶者的问题。我们再举另一个医学方面的例子。一般来说，医生们都相信他们有90%的信心能够治愈自己的病人，但事实表明他们的成功概率只有50%。其实自信本身并不是一件坏事，但过分自信则另当别论。当投资人在处理个人财务事宜时，过分自信特别具有杀伤力。过分自信的投资人不仅会作出愚蠢的决定，同时也对整个市场产生影响力，因为这个市场就是由这些自信或不自信的投资人个体组合而成的。

通常，投资人在市场上都喜欢表现出高度自信，因为他们相信自己比其他人聪明，可以独具慧眼地挑选会赚钱、会生金蛋的股票，或者在决定买基金时挑选到可以击败大盘的基金经理人。他们倾向于掌握不同于其他投资者的更多的市场信息，高估自己的操作知识和技能。他们中有的还将这份自信在网络或其他媒体中加以探讨，发表自己的看法，而对不符合自己预期的信息则嗤之以鼻。他们只会去思考随手可得的信息，而不去收集鲜有人获得的更深入、更细节的信息。他们热衷于市场的小道消息，以此沾沾自喜，并作为一种自信来入市。

有什么证据可以拿来证明投资人的这种过分自信呢？根据效率市场理论，投资人应该买进而且持有股票，但我们却发现市场中短线交易情形有增无减，即便是已大开价值投资风气之先的当今，市场短线操作行为仍然十分普遍，甚至可以说是猖獗。泰勒认为，大多数投资人和基金经理人都自以为有很好的信息，因此他们的操作成绩可以超越别人。

太过自信可以用来解释为何有这么多投资者会在市场中犯错，他们似乎从所收集到的资料中获得了太多的信心，进而认定自己的判断绝对没有错。假如所有投资人都认为他们手上的信息是正确的，而且认为自己知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

一大堆其他投资人所不知道的信息，其结果必然导致大量冲动的短线交易。这是产生股票市场波动的一个主要原因。

普林斯顿大学心理和公共事务教授丹尼尔·卡内曼（Daniel Kahneman）说："投资者很难想象自己不比一般人聪明。"但是残酷的事实是，并非每个人都比一般人聪明。过分自信不但能解释过度的市场短线交易行为，也可以解释过去多少年来市场上所经历过的种种反复无常。卡内曼相信，过分自信的结果必然造成过分的非理性，美国联邦储备委员会主席格林斯潘也提出过相同警告。但是，尽管有理智的人士不断在告诫大家股票价格已经过高，投资人还是争先恐后地进入到股市里。

过度反应

泰勒指出，许多研究报告都表明投资人太重视一些短线题材炒作，以为自己看到了趋势的所在。投资人特别倾向锁定最新收到的消息，然后赶快进场试图大捞一把。在他们的心目中，最新获利数字就是未来更大的获利信号，他们同时也相信自己所见到的是别人还未看见的未来远景，就凭这点肤浅的理由，他们很快就作出了大举入市的投资决定和投资行为。人的过分自信当然是这种投资行为背后的始作俑者，因为投资人相信自己比其他人更了解股市，并且对这些比别人先得到的信息的诠释也更好。可是事实常常并非如此。过分自信导致了过度反应，而使市场情形变得反而恶化。

行为学家还观察到投资者对坏消息有过度、过激的反应，而对好消息的反应则相对迟钝一些，心理学家称这种现象为"过度反应偏见"（Overreaction bias）。一旦标的公司股票的短期获利情况不佳，投资人会迅雷不及掩耳地作出过度反应，从而对股票价格造成不可避免的冲击。泰勒将这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



种过分重视短线获利的现象称为投资人的“近视眼”现象。他非常愿意相信，如果投资人不收到每月的对账单，反而可能会对大多数投资人来说，是更感舒服的一件事情。

泰勒的另一项行为经济学研究报告证实了他的上述看法的正确性。他和他的同事要求一群学生用股票和短期国库券分别组成各种投资组合，但首先要求这些学生坐在电脑前模拟在过去25年间所有投资工具的报酬率。接着，有一半学生会得到过去所有影响市场的价格资料，这些资料多得堆积如山。另一半学生则只收到5年为一周期的市场表现报告。然后泰勒要这两组同学分别为未来40年做一个投资组合。结果，拿到堆积如山资料的那一组不可避免地发现了许多标的公司曾经亏损过的事实，所以他们平均都只分配40%的资金到股票市场中去，其余的资金则投入债市。而只收到周期性资料的这一组学生，却平均将几乎70%的资金都用在股票上。

泰勒每一年都接受美国经济研究部和哈佛大学约翰·肯尼迪政治学院的资助，在行为学会议上发表演讲。他告诉所有听众：“我对你们的忠告是投资股票市场，但千万不要打开寄来的对账单。”

泰勒也因另一项有关短线操作的研究报告而闻名。在这项研究中，他选取所有在纽约交易所挂牌交易的股票，并依过去5年的表现进行排名，由此分出35家表现最好的股票（股票价格上扬最多）和35家最差的股票（价格下跌最多），并且用这些股票组成胜利者和失败者两组投资组合。接下来5年，他持续观察这些投资组合的表现，发现在5年段期间内，“失败者”的表现反而超越“胜利者”约40%。但对现实市场环境考察之后，泰勒相信很少有投资人会在股票价格下降，尤其是出现猛烈下跌的情况下，还能抑制住自己不产生任何过度情绪反应。当这群“失败者”股票开始有好的表现时，也很少有人能跟上这种走势而买入股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

上述实验就等于是替泰勒的“投资人近视眼”说作了背书，证明短视的投资行为只会导致投资人作出愚蠢的决定。而短视引起的非理性反应则是另一种心理态度，即投资人内心深处是不愿见到投资出现亏损状况的。

亏损反应和亏损反感

根据行为学家的说法，投资亏损给投资人带来的痛苦远高于获利的喜悦。泰勒和其他研究者所做的许多实验都表明，每次投资者的损失需要2倍的获利才能弥补上。在胜率为一半的赌局中，输赢的机会是相等的，大多数的人不愿意冒这种风险，除非潜在获利是潜在损失的2倍，这就是不对称亏损反应，即损失比获利对人的影响来得更大。把这种现象应用到股票市场上来观察，投资人因为选错股票所产生的不好的感觉是选对股票而喜悦的感觉的2倍，这也可以从经济学理论中找到证明，即在整体市场上扬时，消费者由于财富的增加进而增加了消费，财富每增加1元，通常消费会增加0.35元；但是当市场下跌时，消费者也会因为财富的缩水而减少消费，但减少消费的金额却通常是消费增加时的2倍。

投资决定受投资人亏损厌恶的心理影响是非常显著且深远的。对亏损的厌恶会使投资人的投资行为趋于更保守。在美国，许多退休年金计划参与人通常是以投资超过10年的长期投资者为主体的，但是经分析发现，这里仍有高达30%～40%的资金投资公债市场，其原因是这些投资人为了规避股票市场给他们带来投资亏损的风险。为什么会有这种现象？因为投资人对亏损有着切肤之痛，他们都倾向于获得稳定的投资回报。对亏损的厌恶使得投资人非理性地持有已亏损股票，进而直接冲击投资人的机会成本。虽然已经亏损累累的投资人不愿意承认自己犯下了选股错误，但他们却仍然捂着，只要自己不脱手那些持续亏损而又回天乏术的股票，就不算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

是真正的亏损。在他们的概念里，所谓亏损，充其量只是账面上的，似乎假以时日，亏损终会得到弥补，这是典型的阿Q精神。

心理账目

行为财务学最后一个值得投资者注意的是心理学家所称的“心理账目”（mental accounting）的问题，即指当周围环境改变时，人们也会习惯性地改变对金钱的看法。我们许多人在心理上倾向于把钱放入不同的“户头”，以决定如何使用每一笔资金。

举一个简单例子来说，假如你投资的股票在第一天里全线下跌，你的账面一下子亏损了好几万元，这给你的投资心理无疑带来了重要的负面影响。这一天，你正好和你的太太（丈夫）或者是女（男）朋友看完大剧院的戏回来，在一家夜宵店前驻足。你犹豫了一番，对身边的人说：“算了吧，今天股票跌得太惨，都影响到我的食欲了。”于是，你们空着肚子回家。然而到了第二天，股市突然又是一根大阳线，把前一天的绿棒一下子盖住，亏损全部补了回来，资金账面甚至还有了大幅赢利。试想一下你这时的心理状态。你大概会非常高兴，主动邀请前一天在夜宵店前没能如愿的心上人，你会对她（他）说：“我们今天真的赚进了很多。”虽然只是纸上“富贵”，但你的心情很好，愿意比前一天花更多的钱吃夜宵，因为今天你握在手中的股票上涨实在出乎你的预期，令你大喜过望。

泰勒再一次提供了一项有趣的实验以证明此一概念。在他的研究中，他将人群分成两组，给第一组人每人30元，并给他们两种选择：一是把钱放在口袋里，然后走开；或者是二，玩掷硬币的游戏，赢了可以多赚9元，输了少9元。大部分人（约占70%）选择了赌博，他们觉得就算输了，还剩下21元。而第二组的人则给出不同的选择：一是玩掷硬币的游戏，赢的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

人可以拿走39元，输的人只能拿走21元。或者二，拿30元走人，不玩。这时候有超过一半的人（约占57%）决定拿30元走人。两组人马有同样机会赢得相同的钱，但投资人在投资态度上却截然不同。

这个实验的含义非常清楚，即投资人决定投资的方式和选择如何管理投资组合都与如何看待这笔钱有着莫大关系。心理账目可以说明为何人们不愿意轻易卖掉手中握着的持续亏损的股票。就如上节分析的那样，亏损的投资者的想法是，只要没有卖掉股票，账面损失就不会最终实现。另一项与钱有关的是，人们只要有足够的资金，就较愿意承担风险。这说明，心理账目凸显效率市场假设的一个弱点，即市场价值并不只是由收集到的信息来决定，也要看投资者如何过滤吸收这些信息。这是一个心理层面的问题。

因此，投资人最应该注意的是他们通常不自觉地作了很糟糕的投资决定。为了充分了解市场和投资，我们从现在起就必须充分了解自己的不理性心理行为。心理误判的研究对投资人来说是非常重要的，它的重要性绝对不亚于对于损益表和现金流量表等财务报表的分析。你或许对评估一家公司的内部价值很在行，但如果没有花时间深入了解行为财务学，那么要想改变你的投资策略和业绩表现仍然是非常困难的。

股市中的米蒂效应

强力的磁铁会吸引附近所有的金属物体，同样，对风险的接受程度也关系到心理行为的所有层面。心理的概念是抽象的，但是它具体显现在每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

一天、每一刻投资人买进和卖出的决定上，串联起所有买卖决定的因素就是投资者对于风险的承受度。

过去的10多年间，股票经纪人、投资顾问、理财规划员都目睹了投资人心态和行为的不断变化。当股票价格上扬时，投资人持续加码买进股票；而当股票价格下挫时，他们便重新调整投资组合，并将资金转而投入到有固定收益的投资品种中去，例如外汇、债券等。1987年美国股票市场的崩溃便是一个很有说服力的例子。许多投资人在一夜之间戏剧性地改变资金投向，他们迅速出售手中的股票，转而进入国债或其他有固定收益的投资市场。投资人这种来回倒腾，反复于积极与保守的投资行为之间，促使许多人开始从事投资人风险接受度的研究。

投资顾问起初认为风险接受度的评估很简单，只要通过直接访问或问卷调查就可替每位投资人建立起风险接受度档案。但问题是，风险接受度通常是直接受情绪影响的，也就是说它会随环境的变化而变化。所有和钱有关的环境变化都会影响到投资人对风险的承受度：当市场急剧下跌，即使那些平时很积极的投资人也会变得比较保守；而当市场开始上扬时，不论是积极型的还是保守型的投资人都会立即加大在股票上的投资比重。

另外一个影响因素就是先前说过的过分自信。在美国文化中，冒险精神是备受社会称许的人格特质，大部分投资人也都自认为敢于承担风险。但事实上，他们真正所能承担的风险远低于他们的期望程度，心理学家普鲁伊特（D. G. Pruitt）把这种现象称为“沃尔特·米蒂效应”（Walter Mitty Effect）。这一效应是由20世纪30年代美国最负盛名的幽默家詹姆斯·瑟伯（James Thurber）写的一篇可爱的短篇故事《沃尔特·米蒂的秘密生活》（*The Secret Life of Walter Mitty*）的情节引发的。《沃尔特·米蒂的秘密生活》后来被拍成电影，由丹尼·凯（Danny Kaye）领衔主演。故事中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

沃尔特是一个懦弱胆小的男人，完全受蛮横无理而又伶牙俐齿的老婆威胁。他经常做白日梦，幻想自己成为一个勇敢的英雄，拯救自己可悲的人生。不过，每次只要他一想起自己又忘了办太太交代过的差事，又令他重生恐惧的烦恼。

心理学家普鲁伊特相信，投资人对股票市场的反应就像沃尔特·米蒂对生活的反应是一样的：当股票市场向上突破时，他们的眼睛就发出勇敢过人的目光，而且愿意承担额外的风险；可是一旦股市下挫时，他们便唯恐避之不及，强行逃离市场，不愿再看到股价下跌的惨状。如何才能克服沃尔特·米蒂效应呢？我们必须尽可能寻找到衡量风险承受度的方法，同时深入了解所有评估标准的背后含义及其心理影响层面。我们参考了许多关于这方面的理论和实务的著作，并对有关的资料加以合并分析，发现人口统计学的一个重要指标和不同的人格特征，可以帮助我们很好地解释投资人的风险偏好度，也可以使投资者正确地评估自己对于风险的接受程度。

年龄与性别

我们发现，风险承受度与年龄和性别有着比较密切的正相关关系：年长的人比年轻的人较不愿意承担风险，女人则比男人更小心保守。个人财富的多寡，表现在风险的接受度方面其实并没有很大的差别，有钱人和比较没钱的人在风险的承受度方面也没有太明显的差异。

人格特征

有两种人格特征与风险承受度有着密切的关系，即个人控制导向和成就动机。前者指的是相信凡事操之在我，将成功和失败归结于自己的努力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

或疏忽，自愿承担责任。有这种个人控制能力的人被称为“内控型”。相反，那些容易受外部环境影响的人则较少有上述那种自控力，而具有成就动机，这种人被称为“外控型”，其特点就像叶子随风而飘一样，行踪不定。根据我们的研究，风险爱好者大部分是内控型人格，多属于目标导向者。不过有时太注重目标是否达成反而会引来更大的失望。

我们从风险承受程度的分析工具中找出的这些指标，希望能帮助投资人了解自己是否属于个人控制导向型还是成就动机感很强的人。不过要了解自己对于风险的承受程度，并不只是知道自己是属于内控型，还是成就动机旺盛型那么简单，要想真正破解人格特征和风险承受之间的相互关系，还必须考虑每个人对于风险的认知度。也就是说，你是否认为股市是一种纯粹靠运气的游戏市场，抑或是一种靠准确信息和理性选择来获得想要结果的市场。让我们来看看下面的一些问题（见表6－1）。

表6－1　股市投资人的人格心理特征

1. 你对于把握自己命运的看法，下面哪一种说法最能表达你的想法
（1） a. 人们最终会赢得尊敬
b. 很不幸，不管人们如何努力，其价值常常得不到肯定
（2） a. 相信只要下决心采取行动，就能改变命运
b. 我认为该发生的事终究要发生
（3） a. 发生在我身上的事都是自己做的
b. 有时候我觉得自己没有足够的力量来控制所选择的人生方向

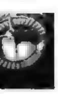
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

2. 你专注于事业的成功吗？下列哪一项陈述最能说明你的态度 （1）当我没有把握时，我不会接受任何工作计划，所以我会制订计划，以了解多快能完成任务 （2）我的主要目的是做我没做过的事情 （3）游戏的时候，我看重的是玩的过程，不在乎输赢的结果 （4）我对自己所做的每一件事（工作、运动、嗜好等）要求都很高，否则，我怎么会有乐趣可言呢
3. 成功是一时幸运还是努力工作的结果？哪一种叙述最能表达你的想法 （1）a. 在股票市场中赚钱要靠运气 b. 善用良好的技巧作决定的人，才是股票市场中赚大钱的人 （2）a. 人的生活中许多不快乐的事都是倒霉引起的 b. 人的不幸是犯错误的根源 （3）a. 没有充分的休息，就不会是一位有效率的领导 b. 有能力而未能成为领导人，是因为没有善用机会 （4）a. 计划制订得太远是不明智的，因为计划赶不上变化 b. 制订计划时，我确信计划一定会实现

现在让我们分析这些人格特征又是如何影响每个人的风险承受度的。例如，那些“内控型”的投资人，他们认为自己有能力影响投资结果。假如他们认为市场涨跌是随机概率出现的话，就比较不愿意承担风险；但假如他们认为市场结果涉及技巧和努力，这种性格的人就会倾向于承担风险。我们的研究表明，风险偏好者都是自动设定目标，或相信自己能够适应投资环境而且会影响结果的人。这样的人认为，只要有正确的信息并且结合理性的投资选择，就能征战股海，并在股海中淘金获利。这让我们想起沃伦·巴菲特的人格特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



学习大师的心理行为

从心理学和投资学中所学到的每件事，我们都可以在巴菲特及其价值投资学派的其他人身上看到缩影。他相信自己的成就靠的是研究而不是运气，他的决策源自自身的缜密思考，而从不受短期事件影响情绪化地轻易撤出股市。他了解风险的本质，而且有信心接受市场的结果。

在发展出行为财务学这个名词之前，只有像巴菲特和蒙哥等少数投资大师才能理解这些现象并乐意接受它。蒙哥指出，当他和巴菲特离开研究所后，他们一起“进入商界，却在市场上找到了这种大量可预期的不理性模式”。他所指的并不是不理性模式的发生时间具有可预期性，而是说当这些非理性现象发生时可以预期到会有什么样的行为模式发生。

除了巴菲特和蒙哥之外，大多数专业投资人直到20世纪末才开始重视起财务和心理之间的相互关系。如今，情绪影响投资已是投资市场一个不争的现象，因为情绪会影响到投资人的行为，这一行为进而影响到股价波动。有两个理由可以说明为什么了解投资人的情绪变化对于投资有很大的帮助：

- 可以据此知识在投资过程中进退自如，避免犯错；
- 可以从别人犯的错误中学习如何用规避错误来获利。

我们都很容易因个人的错误判断影响到投资的成功。当成千上万人作出错误的判断，这种集合起来的力量可能颠覆市场，并将市场推向毁灭之途。市场上盲从潮流的吸引力是如此之强，以致加总起来的错误判断倍数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

使情况变得更糟。在充满非理性行为的股票市场中，少数以理性行动的人会是大劫难中绝无仅有的生还者。

成功的价值投资人需要有独特的情绪特征。投资这条路是崎岖不平的，而知道哪一条道路正确，又常常与人的直觉判断相反。股市经常性变动总是给投资人一种不安定感觉，使他们有可能做出非理性行为来。作为投资者，你必须特别注意这些情绪变化，当你的直觉要你做出和理性投资行为相反的行为时，你必须要作适当反省，然后再作出抉择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

7

第七章

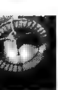
预测市场有效吗

在美国，每年有成千上万的财经系学生从一流的商学院毕业，他们都学到的是同样的投资公式、同样的买卖策略、同样的评估方法和同样的预测模型，难怪很少有人能超越别人，且能长期战胜股票市场。他们甚至还愚蠢地发誓要战胜对方，这只能说是徒有雄心壮志而已。这些毕业生就是今日美国股市上的策略分析师、分析师和基金经理人。他们就像加拿大传播学者马歇尔·麦克马汉（Marshall McLuhan）所说的，现代社会分工精细，各行业之间少有联系，彼此难以相互了解。这种情况就像生活在水里的鱼却全然不知自己是在水里。它们在水族馆里不停地游啊游，完全与外部世界隔绝，它们相信玻璃外的人们需要它们的帮助。然而，它们才真正是受困的一群。

亚里士多德曾经写道，人类天生具有预知未来的渴望。亚里士多德描述的正是华尔街的那些投资者们。许多领取高薪的策略师、经济学家等整天花费大量的时间在寻找明日的获利股、预测利率变化、经济发展状况或公司的未来走势、政府未来的政策动向。更多的分析师们在电脑上绘制股价走势图，试图预测明天股价走势的突破点。还有人用不知哪里弄来的复杂模型预测今后 6 ~ 12 个月里将会出现的表现最佳的产业或经济区域。其后，成千上万的经纪人将这些卖弄学问的预测，包装后大肆推销，引诱投资人来购买。同样，还有成千上万的营销队伍不遗余力地推销这样的市场观点，带着急不可耐的样子从退休金、企业年金和保险金中套取更多的钱投入到共同基金中。

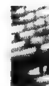
简言之，股市中各种各样的金融机构和相关人员的目的就是要将金融产品塞给你，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



其发布的所有金融信息（不论是券商建议、价格目标、市场预测、获利预估还是投资绩效等），在商业味浓重的华尔街，就只有一个目的，用预测来从中渔利。费雪在1958年指出：“我相信用于预测商业趋势的经济学，就好像是中世纪炼金术时代的那种所谓的科学。我们不禁要问：与其试图从随机或不完整的事件序列中预测经济的未来走势，不如把这么巨大的心力放在做其他更有用处的事情上，其成就不知要大多少倍。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



预测股市和预测天气一样

事实是，预测公司的未来，预测经济和股市的走向，就跟预测天气一样根本无法十分准确。如果说预测明天的气温还较简单，只要以今天的气温作为参考（例如，今天气温摄氏 20 度或摄氏 30 度，那么明天的温度大概就在这两者之间），那么预测经济和股市的未来走向却是一个要复杂得多的社会现象。如果我们预测的仅是一家上市公司的下一季度的状况，那只要消除季节性因素后，下一季的销售额和利润很可能和本季差不多。但当预测扩大到这家上市公司的股票走势时，除了季节性因素外，还有很多其他影响股票走势的因素，因为股票市场系统是上百万个变数的综合反映，而变数间还会不断地改变和具有交互作用。

研究表明，预测未来的可能结果是，预测时间越长，其误差范围就越像抛物线一样快速加大。不论预测的是未来股价、获利率、销售额还是经济趋势，除了极个别的特殊例子外，上述的这一抛物线特征几乎都成立。这是因为，随着时间持续向后推移，变数不断在变，同时又加进了许多新变数，所以大部分预测都无解。例如，只要一个季度过去了，市场分析师就立刻要修正他们的模型。他们试图确定“下一阶段的获利”或者“5 年获利增长率”是多少，这就如同追逐一个不断移动的目标一样是徒劳无益的。少数的预测分析师即使偶尔能预测到公司未来获利的情形，但在很多时候也都只是一种幸运而已：所幸没有发生经济萧条，利率没有调升或调降，公司最高执行长官未死于空难，公司并未失去主要订单，联邦官员未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

对进口货课征关税，美元汇率未波动，公司未增发股票、增加长期债务或回购股票，公司未推出更畅销或更差劲的产品，公司未使用会计手段来使获利膨胀。凡此种种，不一而足，但终究是一种偶然情形，不具有普遍性。

看看“专家”的实际预测成绩，真是惨不忍睹。90%的经济学家没能预测到20世纪90年代美国经济的不景气。20世纪90年代初，大型投资机构曾经预测墨西哥股市的多头市场即将来临，但没有多久该国政府就放任本国货币比索大幅贬值，并引发了有史以来最大一次的股价狂泻。试问：谁又能预测到这一节外生枝的政府行为呢？同样没有人预测到美国利率会从1991年起连续7年走低。1994—1998年，资深市场分析师曾多次错估空头市场降临的时间。很少有分析师预见到20世纪70年代末期的超高速通货膨胀。当华尔街终于意识到通货膨胀的上升趋势不可逆转时，它继而又错误地预测通货膨胀还会继续上升，并向投资人打包票，黄金会涨到每盎司2000美元、石油每桶100美元。就在同一时期，在大部分经济学家都对摇摇欲坠的美国钢铁产业不抱希望之际，钢铁业却在20世纪90年代止跌反弹，再度成为全世界最有效率、最赚钱的产业。

虽然基金、券商等机构、组织每年花费成千上万的经费来研究上市公司的表现，并发表获利预测，但研究一再表明，他们的预测经常带有各种各样的偏见或瑕疵。在1996年一份十分详细的研究中，德曼价值管理公司总裁德曼考察了1973—1996年23年间分析师对于一家公司的获利预测。他发现，分析师如果连续四季要以低于5%的误差预估公司的季获利，其准确预估的概率只有二十万分之一。研究发现，事实上，分析师常常会提出过度乐观的建议。研究还发现有些分析师故意忽略不计或遗忘公司的差劲表现而作出预测，原因是他们与上市公司保持着非常微妙的关系。尤其

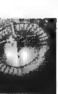
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

是那些被聘协助企业承销股票公开发行上市的分析师，他们所作的获利预测通常超出别人甚多，而且所推荐的股票往往在后几个季度的表现都一直落后于市场。

1995 年，数千名投资人都栽在了 20 世纪最拙劣的美光科技公司（Micron Technology）的预测上。这是一家电脑随机存取记忆制造厂商。1994—1995 年，美光是美国最热门的股票之一，股价曾从 9 美元飙升到 95 美元。推动这股热潮的是一群经验老到的分析师，他们几近疯狂、乐观的获利预测，在事后被证明错得极为离谱。从 1993 年开始，美光的销售额增加了 60%，其获利也开始加速提升。每股赢利从 1992 年的 0.03 美元增加到 1993 年的 0.52 美元，再到 1994 年的 1.92 美元，1995 年赢利更创下了每股 3.95 美元的历史新高。在不到 1 年的时间里美光的销售额增长了足足 1 倍。从这一连串的数字看，这似乎是一个增长潜力无限、非常值得投资的好股票，但分析师们犯了一个典型而致命的错误，即他们是直接以最近的增长率来简单推断未来的增长率。分析师们不断地提高获利预测值，即使股价已逼近每股 90 美元，他们仍热情高涨地建议投资人买进。少数分析师甚至还预估一两年内，美光每股收益能达到 17 美元。不幸的是，不过几个月的光景，美光股价便从云端跌落。由于韩国和中国台湾的芯片厂垂涎美光和其他厂商所享有的巨大毛利率，纷纷扩大芯片生产，从而使世界芯片市场产能严重供过于求，随机存取芯片的价格在 1996 年猛跌了 75%，1997 年再度下滑了 40%。到 1997 年年初，依然是这些分析师，却纷纷把他们的获利预测调低到了每股 2 美元甚至更低，最后美光股价在 17 美元附近重重落地。

实事求是地分析这类例子，得到的结论是，过度乐观的预测根本不切合实际。回想 20 世纪 70 年代中期，分析师们热情推荐 IBM 又是一个例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



子。他们预测的前提是 IBM 公司年获利将增长 16%，且会持续上扬。这种“大胆”的假设把投资大众推向了有“蓝色巨人”（Big Blue）之称的 IBM 上，并因此把该股价推上了九重天。很明显，没有人会自找麻烦去验证这些分析师的算术准确性。在 1967 年，IBM 的销售额是 53.45 亿美元，净收益是 6.51 亿美元。假如 IBM 的增长速度真的像分析师所预测的那样，在 1997 年其销售额将达到 4589 亿美元，占到全美经济产值的 6%，那它的获利就将是 559 亿美元，这将是同期微软获利额的 16 倍。对 IBM 获利的预测实际上严重偏离了后来的事实，1997 年该公司的销售额仅是分析师预测数的 17%。

另一个骇人听闻的例证是著名的甲骨文公司（Oracle）。这是一家拥有 60 亿美元资产的数据库软件厂商。在 20 世纪 90 年代，由于年获利增长高达 30%，该公司也成为科技分析师们的最爱。它被分析师们大肆渲染成“绝不容错过的好股票”，甲骨文的股价也从 1992 年分割调整后的 5 美元起涨，到 1997 年 8 月达到了 42 美元。在高点时，其本益比几乎高达 45 倍。人们相信它的获利增长会持续强劲。1997 年 12 月 8 日，甲骨文宣布其当季获利增长降低 4%，这对华尔街犹如一个晴天霹雳。当日甲骨文股价下跌了 29%。就在甲骨文宣布获利减少后股价惨跌的前 3 天，分析师们还在调升他们对该公司的乐观预期，更有分析师断言至少未来 5 年该公司能以 30% 的获利速度增长。

甲骨文事件的部分过失应由分析师承担，而许多以分析师马首是瞻的基金经理人和投资人也有无法推诿的过错。在甲骨文股票大跌的前几周，美林证券公司公布了一份相当具有启发性的研究。该研究请共同基金和退休基金经理人等投资人列出他们买卖股票的最重要的选择准则，其中过半数的人表示他们是根据自我评估的公司获利能力买卖股票的。如果公司未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



达到分析师的获利目标，他们就卖出持股；如果高出该目标，他们就加仓买进股票。48%的基金经理人也都将分析师的预测作为买卖决策的依据，这不能不令人感到震惊。

美林证券研究报告描述的正是许多股票的兴亡史。分析师往往是在各种压力下发布有利于公司的看法，通常无法发现问题的症结，所以投资人实际上是买了根本上有问题的股票。在市场上，很少有投资人知道绝大多数分析师的工作量，后者要追踪太多的公司，以致根本无法静下心来对公司进行仔细的研究和查证。他们的报酬来自于博取公司的好感以争取到更多的承销业务，而作预测并不是他们的强项。

紧接着，成群的基金经理人为了提出最佳季度或年度业绩报告，便以分析师偏颇的获利预测作为依据，抢进抢出股票，以博取短线获利机会。他们每天被不为投资人所知的压力折磨着。一般基金经理人的持股种类多到难以监控，而且每个月还有投资人在不断涌入。由于每季度必须向投资人交出一份优良的绩效报告，他们通常采取的是先买进股票然后再进行评估的方式。一开始，许多基金经理人也设法采用买进抱牢的合理策略，但最后只能落到紧盯报价屏幕、猜测企业短期获利以追求蝇头小利的地步。因为他们若不这样做，就可能落后于同业或大盘指数。结果，连这些基金经理人也养成了从众心理，并采取快速不理性地进出股票的投资策略。而不为市场投资人所知的是，他们投资下单买进大量股票的依据却是真假混杂的信息，有时甚至是谣传。

最后，基金经理人赖以决策的基础就变成了分析师的个人臆测，而这些臆测还得配上上市公司的提示。由于上市公司早已摸清了投资人的心理和投资过程，为了不让华尔街失望，他们会采取会计伎俩，在账面上作出获利的可预测性，这样可以和券商、基金集团等机构投资人维系长期良好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



的关系。我们可以用“循环”这个词来说明它们之间的关系，即公司总裁预估几个月后的获利以吊起饥渴的分析师的胃口，好让他们诱导基金经理人下数亿美元、甚至数十亿美元的大赌注。错误的预测导致的悲惨后果可以想象。即使分析师估计错误的概率在80%以上，参与游戏的各方仍然视而不见。没有人愿意承认自己死抱着垃圾股，也没有人愿意错失预估的波段行情。这是一个自负的自我判断、自我断言涨升导向的体系，只要基本面看上去不破坏这个循环体系就好。1929年股市的崩盘就是由上述这样的信息循环系统出错引发的。随着股价越涨越高，投资人也越益重视近利。获利预估调升即抢进，预计无法达成目标的公司股票即被抛出。股价不断高涨，以至于买进的股票在基本面上再也站不住脚，市场终于在一片泡沫中崩塌了。所以，投资人一定要避免紧跟这种追涨杀跌的潮流，因为这一潮流通往无底的深渊。一旦用短期获利的思维方式来支撑自身的投资行为，肯定就会在预测的海洋中随波逐流，投资随即由理性转变为十足的投机。如果获利目标变成了投资的唯一目的，投资人就再也看不清楚价格和价值之间的关系，因此就会随意地以任何价格买进公司的股票，以利己主义的态度来对待投资。

这里需要注意，预估获利是一回事（这也是华尔街不断在做的），预估公司的价值是如何随着信息的变化而改变，这又是另外一回事，而对这一区别，市场上几乎从未有人去做过功课。例如，公司宣布合并，投资人通常在还没有来得及检验合并交易是否会增加公司的价值之前即跳进去抢进了股票。他们只是依赖分析师对该并购案的背书，或管理层对该并购案的乐观期望来行事。他们按照自己认为合理的方式来解读上市公司的信息，在几个交易日内卖出或买进数十万股股票。尤其是市场上的投资大众一旦看到股价急速上涨，便以为市场的解读和自己的一致，于是也跟风抢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

进股票。巴森（Roger W. Babson）在1951年时就为这种愚蠢的市场投资行为写下了最好的注脚："成功的投资主要不应来自预测，而是在对的时刻做对的事，以及随时谨慎地采取保护好自己的方针。投资人若想赚取更多的利润，就不应是尝试预测繁荣或衰退，然后相信该预测会实现，并完全依此制订投资策略；而应该在一个好的时机中买进股票，追求稳定获利，同时避开恐慌而带来的损失。"

公司预测能力的差强人意

上市公司绝对不是无辜的旁观者，它们也跟每个人一样在股市中学会了如何玩这场游戏。它们利用会计调整图利自己：在收益与成本上做手脚，以确保财务报表符合市场的预期。或者它们会利用公司兼并重组来降低成本费用、提高毛利率。一些业绩报表不佳的公司，有时也会利用重组来掩盖自身差劲的表现，并留给市场一个正在完善公司治理结构的好印象。有些公司在报告出炉前还刻意欺骗分析师来降低他们的获利预估，然后再以强劲的获利预期让市场大吃一惊，好让股价多涨升几元。这类诡计层出不穷，也是投资人不应该紧盯住短期结果的原因之一。

事实上，公司的经营者常常会错估市场的需求，20世纪90年代中后期的耐克（Nike）就是一个典型的案例。耐克是一家年营业额90亿美元的运动鞋和运动服制造厂商，1997年年底由于亚洲金融风暴使得公司经营跌入萧条期，随即被高达5亿美元的鞋子库存拖累。就在东南亚经济崩盘前，亚洲市场对耐克的产品需求还极度疯狂，光日本的销售额年增长就达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

到75%～90%。在1997年秋季亚洲金融货币贬值时，进口产品价格也跟着飙涨，亚洲消费者亲身体验到实际货币购买力的下降。一夕之间，耐克鞋价对于实际所得大幅下降的亚洲人来说等于上涨了25%～30%，在货币严重贬值的印度尼西亚、泰国等国家，这种上涨更加厉害。耐克执行长官奈特（Philio Knight）在电话会议上解释道："在一个太平盛世的年代，我们的生意是那么的兴隆。事后来看，其实在日本销售额涨幅高达80%的时候，已经出现了一些警讯，但我们不够冷静，对未来的消费需求预估还是增加了5%～10%，在发生亚洲金融风暴前一年，我们鞋子的订单量增加了60%，结果金融风暴一来，订单取消量相当大。"

这就导致了一个疑问：耐克尽管有上百位销售和配销人员在世界各地收集情报，尚且无法准确预估到公司未来的收益和获利，而那些仅靠坐在纽约、波士顿或芝加哥等金融街的分析师们难道就能做得更好吗？鉴此，我们不能完全把耐克销售额大幅下滑的问题全部归咎于经济危机，其实预测上的失误要负很大的责任。耐克的自作自受除了导因于突然而至的亚洲经济的崩溃外，当然也导因于信赖乐观的销售额增长预测，在亚洲经济勃发的时候，耐克公司包括总裁在内的上下人员都没有居安思危，想到危机会到来。这不能不再次说明预测是无效的。

福楼（Fluor）是一家年营业额80亿美元的美国建筑公司，1997年也遭受和耐克公司相同的命运。当时其大胆的全球扩张行动却因为海外经济不景气而拖累自己跌入谷底。截至1997年年底，福楼在全球近50个国家都有工程进行，该公司的建筑合约包罗万象，有石油化工工厂、铜矿厂、运动场和公司总部大楼等。福楼领导人后来坦承，它在一个错误的时机大规模地投资在一个错误的地区，那就是亚洲市场。首先有两个发电厂的成本严重超支，公司被迫降低收益，结果造成股价重挫。接着是1997年中后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

期的亚洲货币大跌，先前资金泛滥的国家发现自己已没有足够强势的货币可以用来完成原来的基础建设工程。福楼的季收益于是大跌，公司不得已只好关闭所有在国外的分公司，解雇员工，并在利润中挤提重组费用以作为应急。

IBM 在 1995 年则遭遇和上述两家公司相反的难题。当时 IBM 严重低估了个人电脑的消费需求能力，因而未能通过销售渠道在 1995 年的圣诞假期来临之际供应充分的货源。就因为预测不准，据报道，1995 年 IBM 至少损失了 10 亿美元以上，令人扼腕！

这方面的例子太多了。拿帕谷地（Napa Valley）是美国闻名遐迩的葡萄酒产地。葡萄园主开辟山坡地，在葡萄酒需求下降时增加耕地面积。半导体厂商在 20 世纪最后 2 年里花了 15 亿美元兴建工厂，在产业见顶的时候开始上线生产。石油公司大幅增加钻探设备，并新建油管，到头来却眼见原油价格一个劲朝下猛跌。零售商和连锁餐厅加速扩充店面并花光了宝贵现金，消费者却对他们的商品和概念毫不领情。就像二流政客那样，虽然在民意调查预测中已输得很惨，但在投票前他们还是矢志不渝地相信自己胜出的概率颇大。许多公司也一样无法面对市场残酷的现实。同时，他们也没有因应市场多变需求和欲望的能力，这些公司的缺点就是太简单化，把现在发生的事情直接推演到未来，到头来不但他们，所有原来看好他们的投资人都为此付出了惨痛的代价。

我们举如此多的例子，其目的不是要指责这些管理层所犯的错误，而是要阐述一个明白无误的事实：即使拥有良好的内线信息，准确的商业预测也几乎是不可能的，结论是不应该用预测作为价值评估的重点。有基金经理人就曾大胆提出“买现况而非买预期”的观点。市场走势没有可靠、短期或长期可言，它是一种随机运动。所有的市场，不论是运动鞋、电

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



脑、汽车、芭比娃娃、行李箱、医疗、股票还是债券等，都是由完全不可预测的力量来主导的。市场的每日波动反映所有投资人的整体行为，也即买卖双方各自的理解，并且是完全依照个人的需求和欲望行动的。如果消费者基于某种理由在某一时段里特别渴望拥有一条李（Lee）牌的牛仔裤，或一辆劲牌的日产车，那么销售额就将走强。然而，到了另一个时段又是另一回事了。要仰赖未来或不可预期的事，等于在不能控制的事情上下注。执著于这种不明智的投资，便容易招致最高风险。

一大堆预测失败的例证

如果你是那些早就认为市场不是可预测的投资人，你可以跳过本节不看直接进入下一节。但是如果你是那种偶尔还会受市场预测诱惑的人，最好还是耐下心来将这一部分的内容看完。我们希望你在看完后能发现预测短期市场走势是一件多么没有必要而且无意义的事。

任何长期观察巴菲特的人都知道他对于预测股市的看法是不要浪费时间。无论是针对整体经济发展、市场大盘走势，还是个别股票价格波动，巴菲特都强烈地认为预测未来对投资并不具有任何价值。过去的40多年里巴菲特创造了巨额财富和傲人的投资业绩，这一切都是靠大笔投资在少数绩优股上的投资策略的结果。而就在同时，一般投资人却从未专注标的公司基本面的分析，他们疯狂地追逐股票市场的走势预测。巴菲特指出：“事实上，唯一可以预估的是人性的贪婪、对未知的恐惧和愚蠢。而股票市场未来的发展却往往是无法预测得到的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



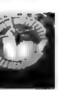
巴菲特的许多忠实追随者坚持预测市场的未来走势不具有任何意义，他们能够不受股票市场中“算命先生”的干扰，自行规划自己的投资组合。然而，大部分投资人却常常不由自主地被那些号称预测股票市场准确无比的分析师所吸引。

嘉伯礼曾经一针见血地指出，从历史的轨迹看，人们总是容易被一些号称能预测未来的先知、概念或系统所深深吸引。只要一些算命先生、巫师、市场先知、经济学家等随便说一句“我现在可以告诉你明天将会发生什么事”，就能够吸引千百万人的目光。虽然历史上已经充满了一大堆预测失败的例证，但算命先生仍然会层出不穷，因为他们知道总是能在市场中找到那些心灵饥渴的听众。

如果真的能在今天就预知明天，甚至后天，那敢情对我们投资人的理财有极大的帮助。但是，我们认为，人们急于知道未来的原因可能并不完全是为了赚钱，其中还有人类对于所不了解的未来的那种强烈的心理需求。或许对于绝大部分人来说，不知道的未来横亘在前是如此的不自在，所以，他们总试图通过他人或其他什么方式来消除这种不自在。这种针对人类心理弱点的研究，蒙哥的全方位思考模式里就有涉及。

尽管未来不可预测，但有一点还是可以确定的，那就是优秀的标的公司终究会在股价上反映出其投资价值来，从这一层意义上说，且也只有从这一意义上说，未来才是可预知的。但是，我们却无法知道这个投资价值要等到何时才会反映出来。我们只知道所有的股票价格都会上下波动，却无法预知到底这些股票在未来的一年是波动向上还是波动向下。从巴菲特的投资策略中我们可以领悟到，投资人其实无须沉溺在对股票短期走势将如何的无谓的预测中，重要的是投资人是否已投资在一个好的标的公司上。如此一来，才可确定自己最终将从正确的投资中获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



我们举例来看一看许多预测的结果与现实相差十万八千里。从表7－1中，我们列入1982—1995年共14年的预测调查数据，该调查每半年预测一次美国30年公债增值利率走势结果。在所有31次预测中，从未有一次能够准确地预测准市场利率。更惊人的是，竟有高达22次的预测发生方向性的错误。

表7－1　无效的利率预测

预测日期	预测增值率（%）	实际利率（%）	预测方向（%）
1982/06	13.05	3.92	
1982/12	13.27	10.41	对
1983/06	10.07	10.98	错
1983/12	10.54	11.87	错
1984/06	11.39	13.64	错
1984/12	13.78	11.53	错
1985/06	11.56	10.44	错
1985/12	10.50	9.27	错
1986/06	9.42	7.28	错
1986/12	7.41	7.49	对
1987/06	7.05	8.50	错
1987/12	8.45	8.98	错
1988/06	8.65	8.85	对
1989/06	9.25	8.04	错
1989/12	8.12	7.97	错
1990/06	7.62	8.40	错
1990/12	8.16	8.24	对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

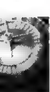
续表

预测日期	预测增值率（%）	实际利率（%）	预测方向（%）
1991/06	7.65	8.41	错
1991/12	8.22	7.39	对
1992/06	7.30	7.78	错
1992/12	7.61	7.39	对
1993/06	7.44	6.67	错
1993/12	6.84	6.34	错
1994/06	6.26	7.61	错
1994/12	7.30	7.87	错
1995/06	7.94	6.62	错
1995/12	6.60	5.94	对

资料来源：《华尔街日报》，1998年6月30日修订。暂缺1988年12月数据。

寻找经济学思考模式

古典经济学理论认为，在自然状态下，市场和经济是两个相互平衡运作的系统。无论外在干预力量如供给和需求、价格、数量等因素如何变动，股票市场及经济发展总是能达到一种稳定的平衡状态，市场总是能以有效率、机械化且合理的状态运作。这就是在100多年前由美国学者艾尔弗雷德·马歇尔（Alfred Marshall）发展出来的经济理论。直到今天，他的市场平衡说还在影响着大部分人的思考方式。哥伦比亚大学商学院的莫布逊教授认为：马歇尔学派的经济学理论是起源于当初有人认为经济学和物



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

理学是相似的学科，因为两者都有明确的因果关系和可预测性。

数百年来，许多学者致力于研究经济学和其他自然科学的关系，或试图从自然科学的变化中找到社会科学变化的因果关系。这方面成果颇丰的就是著名智库圣他菲研究院（The Santa Fe Institute）。它位于美国新墨西哥州的桑格里克里斯多山脉脚下优美的圣他菲市内土坯房和现代艺术走廊交织罗列的地区中，是一栋壮观的山顶建筑。这栋建筑原来是私人住宅，但现在早已成为研究院的所在地。或许是因为稀薄的空气、灿烂的阳光，以及蜿蜒曲折的山脉，使得每一位到访圣他菲的人都怀着一种内省心情。无论是什么原因，圣他菲研究院绝对是一个帮助科学家们理论成形的地方。在圣他菲研究院，来自各方的科学家不是以传统方法作研究，相反他们互相交换在各自领域里的知识，以期对宇宙万物有更进一步的了解。

圣他菲研究院是由一个叫乔治·高恩（George Cowan）的学者于1984年创建的，他曾经担任洛杉阿拉马斯实验室（Los Alamos Laboratory）的负责人。圣他菲研究院创立的宗旨是提供一个跨学科的研究园地，研究成员包括物理学家、生物学家、免疫学家、心理学家、数学家和经济学家等。成员中有多位都曾是各学科领域中的诺贝尔奖得主，他们共同致力于研究复合调节系统，都愿意分享彼此在各自领域的研究成果，而不在意各学科间过去的藩篱和限制。在这里，你可能会看到有人拿蚂蚁的沟通传播方式与各种金融贸易市场信息的传播方式作比较。虽然许多人认为这两种传播模式风马牛不相及，但深入研究的科学家们却在这里获得了一种崭新的思维启迪，即用联系的、复合的方式看待世界万物。

在我们的生活周围有着各种不同的复合系统，例如细胞、发芽中的胚胎、大脑、免疫系统、神经中枢系统、生态系统等，都是具体细微的复合系统。同样，经济体、社会结构和政治系统也都是复合系统。“复杂性”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

这个词汇在圣他菲研究院一直无法得到明确的定义。普利·格金认为，每个系统之所以复杂，是因为每个系统都由许多相互影响的分子组成。而含有许多变动因素的系统未必都是复合系统，例如1克瓦斯含有数以百万计的分子，以各种不同方向相互对撞，科学家将这种现象称为“分子混沌”，而不是复合系统。“分子混沌”这个名词数年前就常被用来解释许多自然与社会现象，主要是指分子的组成相当不规则，而分子间运动也常呈现出无序状态。但在圣他菲的科学家，他们把对分子混沌的研究转向了复合系统的研究。

复合系统已如我们所知的那样，存在于机械化秩序和分子混沌之间的中间地带。普利·格金认为，我们可以从行为表现角度切入去了解复合系统，毕竟从研究各种不同复合系统中获得的外在行为特征可以帮助人们了解“复杂性”的内涵。

1987年，20位受邀学者访问了圣他菲研究院，并且针对经济体是否为复合系统进行了广泛的交流。他们中包括了10位经济学理论大师，是由诺贝尔经济学奖得主肯尼思·阿罗（Kenneth Arrow）邀请的。诺贝尔物理学奖得主菲利普·安德森（Philip Anderson）则招待另外10位来自不同学科领域（如物理学、生物学和电脑等学科）的科学家。

这次聚会的主旨是企图寻找新的经济学思考模式。在各种演讲和讨论会过程中，物理学家逐渐了解到了经济学家口中常常提及的均衡系统（Equilibrium systems）、游戏网络理论（game networks）的概念，而经济学家也了解到布尔网络系统（Boolean Networks）和遗传工程（Genetic algorithms）的概念。10天来的研究讨论很快结束，与会者对三项经济体特征达成了共识，他们认为：

首先，经济体是由许多同时运作的媒介所构成的网络系统。拿成长的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

胚芽为例，它的媒介就是细胞；而对经济体而言，它的媒介就是人。细胞和人都生活在一个必须和其他媒介密切互动的环境中。由于他们随时不断地和其他媒介产生各种互动，所以也使得整个环境一直处于变动不停的状态中。

其次，完全掌握经济体变化是困难的。在胚芽中没有任何一个细胞处于主宰地位，同样在经济体中，也没有一个人可以完全左右经济走向。以美国经济为例，美国有联邦储备银行，也有可以修改税法和其他相关规定的政府机构。但就整体经济走向而言，还是由身处其中的每个人在一定时间跨度和一定场合互动形成的结果。一个经济系统的共同行为大部分是由组成媒介的分子彼此间的竞争或合作造成的。

再次，是复合系统中最重要的，那就是在复合系统中，媒介会累积过去的经验，自行调节以适应变动的外在环境。各种有机体在数代繁衍进化过程中，会重新调整其纤维组织。同样的，人也会从他们过往的经验教训中学习并调整自己以适应新生活的变化，所以复合系统在今日又被称为“复合调节系统”。从复合调节系统角度分析，人们就比较容易理解经济体本身达成均衡状态的过程。媒介的行为常常改变、互动，甚至相互学习，使得整个经济体随时处于变动状态。所以，许多科学家认为，一旦经济体达到完全均衡状态，这个经济体就会变得死水一潭。

传统的数学方法如微积分或线性规划都可以在假设固定环境中计算出不变的因子，牛顿的科学理论可以分析出重复性高的机械化状态，但这些理论对于复合调节系统的人类社会的了解却没有太大的帮助。想要了解经济体、股票市场或其他复杂调节系统，我们需要利用其他实验科学和非线性规划理论来作解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



爱尔·法罗难题

爱尔·法罗（El Farol）是一家在圣他菲研究院附近的酒吧，每星期四晚上酒吧里会现场演奏爱尔兰音乐，因此吸引了不少人前往。现任圣他菲研究院院士，同时也是花旗银行集团的经济学家布莱恩·亚瑟特别喜欢去那里听他最喜爱的爱尔兰音乐，因为他是在爱尔兰贝尔菲斯特郡出生和成长的。但是很快就有一个小问题冒了出来：由于有时爱尔·法罗挤满了喧闹的人群，使亚瑟常常望而却步，几个星期以来，他常常考虑是否要去酒吧听音乐的问题。一天，他对自己的这一困境突发奇想，构思出这个名为“爱尔·法罗难题”（The El Farol Problem），并认为“这一难题具有任何复合调节系统的特征”。

现在让我们假设圣他菲市有100个人想在星期四去爱尔·法罗酒吧听音乐，但每个人又都不想在酒吧很拥挤的时候去。同时，我们假设爱尔·法罗酒吧每星期五会公布星期四的客人人数，过去10周以来逢星期四去爱尔·法罗酒吧的人数分别为15人、18人、83人、66人、45人、76人、67人、56人、88人和37人。音乐爱好者于是可以用过去这些人数资料判断出自己下次是否要去爱尔·法罗酒吧。有些人可能认为下周要去的人数和上周37个人差不多；有些人则会取一个10周的平均人数，认为将会有55人出现在爱尔·法罗酒吧里；另有一些人可能取近四个星期以来的平均数（62人）作为下周去的人数参考。

我们再来假设一个条件：当这些想去听音乐的人预期下周去酒吧的人数少于60人时，他们就会去。这100个人都会用过去几周的资料作为参考，以作出自己是否要去的决定。但由于每个人使用的指标不同，因此每当星期四来临，那些预计超过60个人会去酒吧的人则选择了待在家里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



而那些预估不会有60人去酒吧的人则会选择去酒吧。而每到星期五，爱尔·法罗酒吧又会周而复始地公布前一天来店人数，每位爱好爱尔兰音乐的人又会按照酒吧所公布的人数来更新资料以作下一次预测进而决定自己的行动。

亚瑟认为，这个过程就像是人类生态系统中的参考指标，有时候有些参考指标比较准确，而有些时候参考指标则不太准确。无论如何，每种指标都有它准确的时候，也有它不准确的时候。这就是亚瑟认为的“爱尔·法罗难题”。这一难题提供了人们了解复合调节系统的理论假设，也给理解当今股票市场开启了一扇思考之门。

其实，股票市场正是一个现身说法的亚瑟“爱尔·法罗难题”，只是要面对数据作出判断的不再是是否要去爱尔·法罗酒吧听爱尔兰音乐，而是面对股市这一复合调节系统的各种资料进行判断，以确定投资自己认为合适的标的公司股票。从1989年开始，著名的美林证券每年都会访问许多专业投资人，询问他们对于当年股票市场重点关注的方面。这项调查同时记录了每一受访人前一年度选股的重点。通过这些指标，我们可以发现去年和今年的变化状况。从这项调查开始至今，美林证券发现各投资人在这段期间是在不断地变换着他们的选股观察重点和参考指标模式。

美林证券的这份调查将23种选股观察重点，依照每年受大家重视和热门的程度作出排列，它们分别是：（1）每股获利；（2）股东报酬；（3）调高财务预测；（4）股票价格现金流量比；（5）未来5年盈余增长预估；（6）负债比率；（7）每股获利增长率；（8）相对强度；（9）收益率；（10）股票价格净值比；（11）分析师是否推荐；（12）盈余变动性；（13）股息折价模式；（14）股价当期收益比；（15）股票是否被市场忽略；（16）倍他值；（17）各时期获利分布情形；（18）配息率；（19）盈余不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

确定性；(20) 外资持股比率；(21) 公司规模；(22) 低股票价格；(23) 利率敏感度。

从美林证券调查出来的前十大影响投资人选股的重点（表7－2），我们可以发现类似"爱尔·法罗难题"的情形。虽然"每股获利"基本上都是大家用来选股时的观察重点，但在时间上有了变化。股东报酬率在1997年是第二受欢迎的选股指标，但在此之前却不见得多受重视。相反，每股获利增长率在1989—1993年是常被使用的选股指标，但在后几年却较不被重视。当美林证券在1989年开始作这项调查时，超过半数的投资人认为配息率高低左右他们的选股方向，但现在只有大约12%的人认为他们仍使用此项选股指标。

表7－2　美林证券调查报告（1989—1997年）

年份 因素	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989
每股获利	1	1	1	1	1	2	3	1	1
股东报酬	2	4	4	4	1	4			
财务预测	3	2	2	2	2				
股票价格现金流量	4	5	3	3	4	5		3	4
未来5年盈余	5		5	5					
增长预估									
每股获利增长率		3			3	4	2	2	2
股息折价模式					5				5
股价净值比						3		4	4
负债比率							1		
收益率							5	5	

注：1——最受欢迎的选股指标；2——第二受欢迎的选股指标；3——第三受欢迎的选股指标；4——第四受欢迎的选股指标；5——第五受欢迎的选股指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

美林证券的这个项目调查非常符合亚瑟所说的指标生态学的内容，在过去几年里，我们不断地看到有些选股指标风光不再，而有些指标则越来越受到人们的青睐。

想去爱尔·法罗酒吧听歌的人和想要选对股票的人，似乎都面临着类似的问题，即真正的关键在于别人的预估。这也是凯恩斯在60年前就发现的问题，他曾经这样写道："专业的投资就好像是在报纸上进行的选美比赛，每位参与者都必须从100张照片中选出6张最漂亮的美女照片，每位选中正确照片的人会有奖品。所以每个人在选的时候其实不是在选自己认为最美丽的照片，而是在选被别人认为可能是最美丽的照片。选股和这种选美比赛面临的问题其实是一样的。"但是，"试着比其他人更会猜出大家怎么猜"还不算难，凯恩斯在这个例子中再加入变数，使这个游戏结果更难预料。"我们已不再是选择自己喜欢的照片，也不再是去猜大家心中真正喜欢的照片，我们已经进入到第三种层面，那就是去猜大家心目中认为其他人心中最喜欢的照片，而且我相信还有许多人会想尝试第四、第五层甚至再高一层的方法。"这种纸上选美似乎提供给想去爱尔·法罗酒吧听歌和想选对股票的人一个很好的暗喻，即最重要的不是你认为市场或经济体会如何表现，而是你必须猜出其他大部分的人会认为市场如何表现。

巴菲特也非常了解这种市场现象，他认为："那些管理上亿资产的基金经理人是这种乱象的主谋者。与其说他们是在预测公司明天的营运情形，倒不如说基金经理人在预估别的基金经理人未来几天准备怎么做。"

显然，布莱恩·亚瑟所举的爱尔·法罗的暗喻恰如其分地反映了目前股市的情况，虽然我们确定市场是一个复合调节系统，但还是无法准确预测出这个系统内部未来会产生什么。在圣他菲研究院，还是有人锲而不舍地在对系统内部未来的种种行为作预测的尝试，例如亚瑟和其中另一位研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

究员约翰·霍兰（John Holland）就在电脑中模拟出上百位投资人参与的股票市场。亚瑟说："这里的投资人将试图通过学习哪一种选股策略最有效而变得越来越聪明，不过在这个过程中，他们也会不断地变换各种策略，因此，处于研究中的虚拟股票市场的生态环境也将一次次地被改变。"

尽管我们完全可以用电脑复制虚拟股市的可能行为模式，但我们仍然无法得到任何可以解开爱尔·法罗难题的数学方式。圣他菲研究院的成员同时也是数学家兼作家的约翰·卡斯蒂尔（John Castile）说："从数学角度看，这个题无解。"这就是说，我们是无法以任何数学框架来解开这种复合调节系统之谜的。卡斯蒂尔相信，人类面对的问题就像17世纪赌徒企图在突然被搅局的赌盘上分出个人赌注一样。后来的帕斯卡尔和范曼也是因为看到这样的问题，才发展出了一套解决的数学模型，这就是被后人称为的"赛局理论"。但复合调节系统无解的问题至今尚未得到解决，它"仍在等待着解读人"，卡斯蒂尔说。

投资股市的创新模式

格雷厄姆曾用跨学科方法试图解释我们生活周围的环境和投资之间的关系。研究格雷厄姆理论的人都知道，他不但是一位伟大的投资理论家，更是一位对哲学和古典著作都有深入研究的学者。虽然他以股票投资分析扬名后世，但他的著作还包括对于货币汇率和商品期货等的分析。《储蓄和稳定》（*Storage and Stability*）和《全球商品期货和国际货币》（*World Commodities and World Currencies*）这两本书就充分展现了他在这方面的才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



华。现在接手格雷厄姆在哥伦比亚大学讲授“股票分析”课的莫布逊教授表示：“格雷厄姆不仅是一位伟大的老师，也是一位多才多艺的人，他的跨学科知识和世界观使他的‘股票分析’课程内容非常丰富。”

在哥伦比亚大学，莫布逊教授不但教授基础财务分析模型，也研究其他领域的许多模型，他希望学生们知道各种跨学科知识和方法都可以运用在投资方面，他解释道：“随着全球经济一体化和社会经济结构的变化，我们心中的模型也要随之进化。”

30 年前，科技在投资学界并没有扮演任何重要角色，但现在科技已成为非常重要的一环。因此，莫布逊教授希望每个人心中的模式都能尽快适应飞速发展的外部世界。莫布逊就是本着“站在巨人肩膀上，创造新世纪的未来模式”的精神，帮助他的学生们从旧有的均衡系统模式里走进更新、更富动态变化的模式中，以掌握世界潮流真正的脉动。他说：“我的直觉告诉我，复合调节系统是了解资本市场运作的一个相当有用的方法，只有越来越多的人了解了复合调节系统，投资人才会更了解市场运作的真实状况。”

分析市场如何运作和企图预测市场如何运作，两者是截然不同的，即我们必须了解市场行为背后的深层次含义，但我们却并没有因此取得预测未来的能力。研究复合调节系统就是要告诉投资者，市场是随时变化而且是常常不按牌理出牌的。莱格·梅森公司的比尔·米勒认为：“我们相信经济是非常复杂且难以预测的，千万不要以为能预测市场未来走势，而分析市场才是正确的投资心态。”

米勒就像巴菲特一样，从不让无谓的预测左右他的选股策略，但他并没有因此而不研究市场的各种行为，他说：“我们花了许多时间来试图搞明白学术界对于股票市场的基本看法，其中复合调节系统理论对我们观察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

市场行为的帮助是最大的。”

比尔·米勒是从一篇詹姆斯·格莱克（James Gleich）所写的《混沌理论》的文章中知道圣他菲研究院的，当时詹姆斯是《纽约时报》的科学专栏作家。米勒从那时起研究是否能通过对复合调节系统的了解，从而使自己对股票市场有更独到的见解。他认为，目前投资面临的最大问题是，业界的每个人都有同样的工作经历，读同样的研究报告和书籍，也从同样的渠道取得大同小异的信息。在这样的环境下，投资趋众心理是无法改变的。

1991 年，米勒因工作之便认识了当时提供圣他菲研究院经济小组研究经费的花旗银行集团总裁约翰·里德（John Reed）。里德在圣他菲读了许多关于复合调节系统的报告和文献，他说：“这些报告给了像我这样讲究实效的生意人许多非常独到的启迪，虽然这些研究不是教我们如何打败市场，但却使我们对市场有了更开阔的思路和想法。”

通过与里德的往来，米勒现在已经是该研究院董事会成员之一，因为他相信圣他菲的研究开启了他思想的新领域。他说：“经济体就像任何其他复合调节系统一样，是由许多规则、漏洞和媒介等互动因素组成的环境，而圣他菲研究院能够提供给我们的是，找出这些系统内部的组成分子和媒介运作状态，帮助我们从此放弃那些过于简单死板的模式，以更创新的方式理解市场实际是一个非常复杂的系统。”

米勒举例说，大家都把经济体想象成是一片彼此争夺、抢占市场的丛林，但生态学家的研究发现，物种之间却有共生共存的现象。该院出版的一本有关复合系统的书中提到，生态学家发现有两种鸟类经常争夺类似的食物来源，但同时又都住在同一棵树上，只是一种鸟栖息在较高的树干上，而另一种鸟则在较低的树干上筑巢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



说到这里，米勒不禁联想到电脑市场的状况，尤其是著名的戴尔电脑和康柏电脑之间的激烈竞争关系。但他同时指出："康柏其实和戴尔电脑并不是直接的竞争对手，虽然竞争的复杂性超乎一般人的想象，但事实上这两家公司在市场上都有他们各自独特的优势。"米勒因此相信，投资人应该以不同的思维方式来面对今天的市场，尤其当标准普尔500指数已经将许多科技类股纳入指数成分中，其与其他金融类股票有相当不同的特性，今日的美国股票市场早已不再是20世纪60年代的市场了（见表7-3）。1964年，科技类股仅占整体标准普尔500股票指数比重约5.5%，而原物料类股占16.5%。现在这两类股票的比重几乎完全颠倒了过来，原物料类股仅占指数比重约6.9%，而科技类股却占约12%，且这一比重仍在增加之中。还有其他许多不同的地方，例如20世纪60年代，公共事业类股及石油股占指数比重约37%，现在这两类股仅占19%。当初不怎么起眼的金融和医药类股，现在却占了整个指数成分股约1/4之强的比重。

表7-3 1964年和1996年标准普尔500股票种类比例

类股	比重	
	1964年（%）	1996年（%）
金融	2.0	14.6
医药	2.3	10.7
非耐久性消费	9.0	12.8
耐久性消费	10.8	2.7
服务业	6.3	9.7
石油	17.8	8.9
交通	2.6	1.6
科技	5.5	12.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

续表

类股	比重	
	1964 年（%）	1996 年（%）
原物料	16.5	6.9
资本商品	8.0	9.9
公共事业	19.2	10.2
总计	100.0	100.0

米勒说："大部分投资人只知道用过去的评价方式来评估现在的股票价格，但殊不知时空环境已经大相径庭了。当整体经济状况改变，或当资本支出报酬有所不同，或当特殊行业的政策或策略有所不同时，评估方式也应跟着改变。"换句话说，过去的评价方式只能在产业和公司营运与当初条件完全相同时才是有效的，但是今日的市场和 20 世纪 60 年代的市场早已不可同日而语。

股票市场的 K 线图是投资人、券商、投机客等经过不同投资决定，投资行为累积后的图形表现，虽然每个投资个体的决定是独立的，而且每个投资者对于市场的了解就像瞎子摸象一样都只知道这个市场的冰山之一角，但当所有因素在一起互动时，完整的市场环境便可以呈现在我们的面前。在这一复杂且迷惑的复合调节系统里，我们无法单靠了解个别因素的行为而预测整个市场的未来走向，因为在这个市场里，若干因素的组合只是市场中微不足道的力量。当然，有时候若干因素的行为常常可以造就一种趋势，但并不是人人都可以感知到的，或者说不出这种趋势究竟是什么，将最终导致怎样的结局。全部市场因素的互动结果产生出价格变动趋势，而这个趋势常被某些所谓"聪明"的投资人当作预测的基础。举例说，某只股票的价格可能已进入上下窄幅盘整区间，许多投资人于是认为



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

可以进行波段操作来赚钱。米勒认为，总会有一些微小的变化慢慢渗透进去影响股票价格，波段很难把握，但一旦等到关键的时间点，股价就会有意料不到的表现。莫布逊教授认为："一粒谷物虽然毫不起眼，但缓慢的内在变化，最终形成了麦穗，其成果很惊人。当累积超过了一个临界点，原有的系统便失去了平衡。"

米勒说："最令投资人害怕的就是当趋势在没有任何预兆的状态下突然逆转，弄得投资人常常措手不及，惨遭深套，因为他们没有注意到这些细微的变化正在形成从量变到质变的变化过程。"

投资人常常认为某只股票价格或大盘指数会回归到历史均价附近，但是均价并不代表一种稳定状态，股票价格永远是变动的，因为所有投资人随时都在调整他们的决策，以符合别人无法预测得知的自我判断结果。米勒提醒投资人不要过分依赖历史上股票价格走势模式，因为这样做风险相当高。投资者可能以为市场的动向是一种简单的、直线运动过程，但事实上，市场的运动方向常常不是直线的，非常复杂且随时处于调整状态，所以投资者心中想当然的模式并非一直可行。

市场的不可测性

乔治·约翰逊（George Johnson）在他的《心灵之火》（*Fire in the Mind*）一书中写道："心灵常常渴望寻找真实的和想象的思考模式，但也常在基本的轨道上脱轨。"他的这番话完全反映了投资人两难选择的困境。约翰逊认为心灵追求模式，模式带来秩序，使人安于计划并善用资源。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.3help.net

当投资人研究市场行为时，这种心灵追求秩序的自然反应却有不同的结果。布莱恩·亚瑟说："如果某一系统是复合系统，那么唯一的模式就是没有固定重复的模式。"

总之，投资者生活在一个行为模式经常被打乱，甚至有时剧烈变动的市场里。不管投资者喜欢还是不喜欢，他们都无一例外地生活在一个随时变动的世界里，这个变动的世界就像万花筒一样，在外形上看似相像，但变动的秩序却永不相同，因为每个模式都是全新不同的。那么，投资人究竟应该如何在一个缺乏认知模式的世界中生存呢？那就是要找到正确的层次和方向。虽然经济体或市场本身是复杂且难以捉摸的，投资者还是可以分出不同类别的公司层次，不同的公司内部又都有其独特的经营管理和财务模式等。如果投资者能够研究这些模式，就能掌握未来公司发展的前景。这也正是巴菲特所重视的那类模式，而不是成千上万的投资人热衷的那种不可捉摸的投机市场的行为模式。巴菲特说："我一直认为研究公司基本面要比研究大众心理层面简单得多。"

巴菲特继续说道："我们会继续忽视那些政治的和经济的预测，对投资人和生意人来说，这些都是奢侈而又让你分心的指标。30 年前，没有人能够预知越战的蔓延、薪水和物价的控制、两次石油危机、尼克松总统水门事件、苏联的解体、道琼斯工业指数一天惨跌 508 点、公债增值利率在 2.8% 和 17.4% 之间大幅波动等情况。"未来会发生什么事是一个天晓得的未定数，但巴菲特并不因此而感到困扰。他说："上述这些重大政治事件都没有对格雷厄姆的投资策略造成任何影响，也没有使我们在收购优良企业的价格上有什么变动。如果我们让这些对于未来无知的害怕困扰我们的投资决心，那么我们之后要付出的成本将非常高昂。"

我们之所以不厌其烦地讲述圣他菲研究院的复合调节系统的研究课



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

题，其目的就在于，让投资者了解市场其实并非如我们原先预期的那样，一旦知道市场是一个复杂纷繁的复合调节系统，你就不会再去相信市场是可预测的，也会知道市场总有春天和严冬，总会遇到多空、牛熊转折的时候。

巴菲特说："30 年后，市场可能经历一场和以前大不一样的大改变，我们不要企图去预测这些转变并企图从中获利。如果我们专注发掘如我们过去一贯投资的好公司，外在的变化将不会对我们的长期投资有任何不利影响。"所以，当你下次再认为你终于发现可以反复从中获利的市场模式时，请想想那些在圣他菲每天做研究的科学家们；当你下次再被市场意料之外的波动吓呆在一边的时候，请谨记巴菲特的话："请面对两个不顺你意的事实：未来永远不明，想在市场上取得预测共识，终将付出惨痛的代价；市场不确定性将是投资人做价值导向投资的一个不可缺少的好朋友。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

跋

我理解的巴菲特的价值投资

1. 视股票投资为正规事业。巴菲特说："依我所见，学习投资，仅需深入研究两门课程，即如何评估一个企业和如何看待市场价格。"任何想跟随巴菲特迈出成功投资第一步的人，首先都必须视股票投资为一个正规事业。"每当蒙哥和我决定为伯克希尔公司买进股票时，整个过程就像要买下一个私人企业一样。我们重视标的公司业务的未来发展远景、公司经营者的素质以及交易价格。"巴菲特继续说。

"投资人最重要的就是以合理价格，投资一个业务单纯、前景明确、未来 10～20 年获利稳定高速增长的公司。经过时间验证，你会发现只有少数公司才合乎这种标准。一旦发掘出这类优秀公司，就该大举投资。"

2. 增加投资规模。巴菲特坦言："如果没有找到我愿意将十分之一资产投入并持有的股票标的时，就什么都不买。因为如果我不想投资很多，就表示这个投资标的不怎么样。"那么投资人到底应该持有多少种股票呢？巴菲特认为，必须视每个人的投资策略而定。如果你具备分析和评估企业的能力，就没有必要分散持有太多的股票。那些广泛分散投资的人通常都不知道自己真正在做什么。其实并没有什么硬性规定要求投资人必须在每个主要产业都有投资，你不必为刻意分散风险而持有四五十种甚至一百多种股票。巴菲特质疑道："如果一家企业主觉得集团旗下只要拥有 10 家公司就够了，那么这与只想投资买进 10 只股票又有什么区别？"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

广泛分散投资其实也是一把双刃剑，如果投资者不具备分析企业的能力，那么像指数型基金广泛分散投资并组合持股也许不失为是一个正确的选择。然而，我们得明白，过分分散的投资则分散了对个别绩优股票的集中持有，从而使整体获利空间受到压缩。就连那些现代投资理论教父们都发现，分散85%的风险度，靠持有15种股票就可以办到，而通常持有30只股票就能使风险分散达到95%。巴菲特表示："如果你所投资的绩优公司财务风险低，而且具有长期有利的发展前景，那么为什么还要将资金分散在其他标的上而不加仓现成的绩优股呢?"

3. 减少投资组合的周转率。千万不要误以为经常买进卖出会提高投资组合的报酬率。我们都知道股票周转率越高，产生的交易成本就越大，从而降低整体报酬率。对一些会被课征税收的投资，高周转率造成的损失更大。每次一有获利就售出股票，资本利得就被扣税。只有持股不卖，投资组合中未实现的资本利得才是你的。假定当初决定投资该公司的背景因素都没有改变，继续持有这些公司的股票将可使未实现利益以复利形式增长。

面对你的投资组合，就像是企业董事长面对旗下所有转投资公司一样，母公司是不会轻易售让"金母鸡"的子公司的。不能只为了眼前的一些蝇头小利而放弃未来长期巨大的获利增长空间。操作投资组合股票正如同经营企业一样，投资者持有绩优公司的股票，必须耐心又耐心，就像企业对其投资的事业所显示出的那份执著是一样的道理。

4. 运用另类业绩评估指标。价值投资的策略倾向于看重基本面的评估，而不是价格。以基本面导向来进行投资，连同集中持股的策略一起可以让投资人更多地了解公司的经营状况，有效降低整体投资组合风险。依据这种投资策略，当价格波动时反而可以使投资人用合理的低价格买入更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

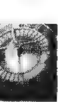
多的绩优股。反之，以价格导向策略进行投资，势必投资分散，投资者与标的公司的关系也变得松散，每当价格一有波动，就急着想脱手手中持有的股票。基本面导向的投资策略使投资人得以了解标的公司股票价格的长期走势，因为股票价格终将反映该股票基本面的价值。如果公司基本面良好，股票价格自然上涨；基本面转差，股票价格当然要下跌。

依此基本策略，你已具备了成功概率较高的赢家优势。相反，试图推测短期股票价格走势的投资方式则是必输的玩法。虽然基本面导向的投资策略并不以短期股票价格变化作为衡量标准，但是这并不意味着价值投资不需要评估标的公司的业绩指标，我们只是用比较另类的指标去评价罢了。正如巴菲特一样，价值投资人可以以标的公司未来的获利增长来衡量投资组合的优良与否，比如以持有股票数乘以持有公司的每股盈余，将其总和起来，就可以得知投资组合的总获利能力。巴菲特解释道："投资人就像企业主一样，目标都是使自己的投资组合或转投资事业能在十年内或更多的时间里获得丰厚的利润。"

5. 学习思考概率。我们都知道巴菲特钟情于玩桥牌，因此对他和蒙哥将玩桥牌的策略和投资策略来加以相提并论并不感到奇怪。蒙哥说："我们的投资策略就如同玩桥牌一样，就是要评估赢得对方的概率。"巴菲特最喜欢一本由西蒙（S. T. Simon）所写的《为什么你玩桥牌会输》（*Why You Lost at Bridge*）的书，其中的见解可供价值投资者借鉴。西蒙认为："除了真正的专业玩家以外，很少有人愿意花费心力将数学原理融入桥牌中。但赢家通常不是靠非凡的牌技，而是靠敏锐的数学感觉。"

任何纸牌游戏包括桥牌、二十一点等，都与数学有关。投资也涉及数学，但不需要什么太高深的数学知识，大概只要有高中程度即可。在投资过程中，数学的运用仍需要辅以主观的概率分析，此种技能是由投资经验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



累积而成的。巴菲特在很多场合都说过，他是一个生意人，因为他懂得如何投资，所以才能出类拔萃。

只要你花时间研究股票，阅读公司年报和贸易杂志，潜心调查公司的基本面变化而非股票的价格变化，自然而然你就能计算出概率来，同时也能快速掌握隐藏在股价变动后面的公司基本面的真实增长状况。巴菲特指出："你应该可以看到一些周而复始的商业模式和行为，而华尔街却对这些视若无睹。"

如果你是重视公司基本面的投资人，你就会发现你能够轻松地思考投资获利的概率，这也是你的竞争利基。西门说："总而言之，无法将数学原理融入到桥牌中去的桥牌手，是难成大器的！"

6. 认识误判的心理分析。概率论创始者之一帕斯卡尔曾经说过："每个人的心灵随时都同时存在着正与邪的意念。"蒙哥也曾对心理学和投资之间的相互影响有过精辟见解，他认为："人的心灵同时具有强大的力量和误判的瑕疵。"心理学对于投资的影响非常重要，投资人即便在对公司基本面和概率都掌握得很好的情况下，也可能因为情绪超越理性而作出不当的投资判断。在那个时候，就是价值投资策略和其他投资策略再好也都将无济于事。换句话说，单凭价值投资策略还不充分，还需要投资人有成熟的心理来配合价值投资策略。蒙哥说："大家在采取价值投资策略前，都必须斟酌自己的心理状况是否能配合。如果亏损使你感到非常受挫折，而投资过程中有时亏损又是无法避免的，那么我建议你还是采取其他的传统策略，免得使你的生活很难过。"巴菲特也认同这点，他说："虽然公司的基本面最终会反映在股票价格上，但如果你的心灵不够坚定，你可能因为投资信念崩溃而变得不知所措。"

7. 不理会市场预测。谁会想到1997年年底，世界第二大经济强国日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

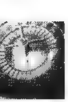
本竟陷入自第二次世界大战以来最大的经济萧条危机中？谁又会预测到俄罗斯无力偿还大笔外债、东南亚金融市场纷纷重伤倒地，美国道琼斯工业指数在6周内跌了1800点，然后3个月内又能重新创出新高？答案是：没有人能预知到这种种结果。就算有人声称他曾准确地预测过市场或预知过以上的这些事，他们也未必能再次准确地预测类似事件。

作为全球经济一部分的各国股票市场，是一个永恒进化，且随时处于调节状态的复合系统。单纯的预测模式在短期看似乎还有效，但从中长期的观点看最终将失效。预测的结果虽然很诱人，但如果真的想要依赖它来进行有效投资，就显得再愚蠢不过了。

值得提醒的是，巴菲特说过股票市场有时是有效率的，却没有说过股票市场是永远有效率的，股价也常常不能完全反映出公司的内部价值。其中的一个原因就是投资人心理上的过度反应，从而造成对基本面误判的结果。价值投资人可以利用这些价格与价值不符的时机来进行投资，可是一旦掺杂了对总体经济或股市未来表现的心理预测，投资人的价值投资策略优势就可能被打折扣，甚至化为乌有。

8. 等待有利投资机会。托伊·科布（Toy Cobb）曾说：“威廉斯的等球时间比别人都多，因为他要等最适合打击的球。”严格的选球训练是造就威廉斯成为过去75年来唯一有四成棒球打击率的强棒球手。巴菲特也非常崇拜威廉斯，他在很多场合都希望伯克希尔公司的股东们能分享威廉斯的打击策略。威廉斯在《棒球打击技巧》（*The Science of Hitting*）一书里剖析了他的打击技巧与读者分享。他将好球带划分为77个棒球大小的格子。巴菲特假设：“当球处在最佳位置的时候才挥棒，这是威廉斯有四成打击率的原因。如果他选择又低又偏外角的位置挥棒，打击率就会降低为只有二成二。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



威廉斯的打击策略如运用到投资上显然至为恰当。巴菲特认为，投资就像面对一系列投球一样，想要有较好的成绩，就必须等待投资标的的最佳机会的到来。巴菲特表示，许多投资人的成绩不好，是因为常常在球带位置不好的时候挥棒。也许投资人并非不能认清一个好球（一家好公司），可事实上是忍不住、乱挥棒才是造成成绩差的主要原因。那么要怎样做才能克服这种毛病呢？巴菲特建议投资人要想象自己握着一张只能使用20格的“终身投资决策卡”，规定你的一生只能作20次投资抉择，每次挥棒后此卡就被剪掉一格，剩下的投资机会也就越来越少，如此，你才可能慎选每一次的投资机会和投资时机。对又低、又偏外角的球尽量不要挥棒，威廉斯就是宁愿冒被三振出局的风险去等待最佳打点时机的到来。投资者是否能从威廉斯的等待最佳打点时机中获得启迪呢？

9. 价值投资谨记。就像要享受飙车的快感就必须背负安全驾驶责任、熟读操作手册一样，如果投资人决定要采取价值投资策略，就必须切实遵守以下原则：

● 在没有确定是否将投资股票当作是经营企业一样之前不要轻言投资。

● 靠自己的努力分析标的公司的基本面状况，同时也分析你所不喜欢的公司的基本面，使自己成为对该公司或产业最明白的人。

● 如果你没有准备最少要持有股票超过5年以上，就不要轻言采取价值投资。对讲究投资安全的人来说，持股时间越长，其安全保障就越大。

● 投资组合切忌融资。切记，突然而来的金融风暴以及随之而来的保证金追讨，将可能使未来有可能大获赢利的投资组合化为泡影。

● 修身养性以配合执行价值投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

作为价值投资人，最重要的目标就是努力去了解你的投资标的。如果你愿意比一般投资人付出更多的精力来分析标的公司，你就会掌握更大的竞争优势。巴菲特表示，其实价值投资策略并没有超出任何投资人的理解范围。我们非常同意他的这一说法，因为你甚至不需要有什么财务专业硕士级的评估能力，就能轻易靠价值投资策略赚钱。但是有一条是必须再次强调的，就是花时间和精力来研究所投资的标的公司的经营过程，就像巴菲特说的："投资其实比你想的容易，但看起来很难。成功的投资不需要太艰深的数学和难懂的符号，不需要去了解衍生性金融商品和国际汇率的波动，也不需要费心思去猜测国家金融政策的变化，更不需要去追逐那些市场大师对股价走势的分析预测。"然而遗憾的是，许多投资人宁愿花时间无聊地追逐当下市场状况，也不愿意花时间去研读公司的年度报告。但是请相信，一味地相信股票市场上那种东拼西凑的小道消息或惯于用一些旁门左道来作为投资策略，是绝对比不上花几十分钟阅读投资标的公司的最新营运和财务报告来得实用和有效。

10. 投资与投机的界限。凯恩斯、格雷厄姆、巴菲特等伟大的投资思想家都曾对投资和投机的差异表示过自己的看法。凯恩斯认为："投资是赌资产未来报酬率所进行的活动，而投机则是赌市场心理的活动。"格雷厄姆认为："投资是一种经过深入研究的保本获利行为，而任何没有达到上述要求的理财行为都应被视为投机。"巴菲特深信："如果你是一名价值投资人，那么，你一定会研究标的公司的未来发展，如果你是投机客，你就不会去理睬标的公司的营运状况，而只会预测它的未来股价的可能走势。"一般说来，这些伟大的投资思想家都同意投机客只在意股票价格未来的走势，而投资人则在意标的公司基本面状况的说法。如果他们的看法无误，那么当今金融市场的主流势力是投机而非投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

格雷厄姆在告别人世之前曾接受查尔斯·埃利斯（Charles Ellis）的访谈。埃利斯是格林尼治合伙公司（Greenwich Parters）的合伙人，也是《打败输家》（*Winning the Loser's Game*）一书的作者。他于1976年为《财务分析师》期刊访谈格雷厄姆。埃利斯回忆当时格雷厄姆谈投资和投机的看法时似乎并不在意市场上的投机风气，因为他认为市场上本来就存在许多投机客。但使格雷厄姆感到困扰的是，许多原本想真正投资的人也常常不自觉地在市场上沾染一些投机习性。

其实，投资和投机两者之间的界限一直是一个见仁见智的争议话题，双方的支持者也口诛笔伐。我们则认为，如果从采取价值投资策略的角度来研究投资，投资人必然会对标的公司的营运状况和股票价格表现有更深的认识。而如果投资人采取广泛分散的投资策略，将会发现股票周转率高，交易成本也随之增加。反过来，低周转率投资可以提升可能的获利空间。当投资者发现每天都忙于追涨杀跌，到头来只是一场游戏一场梦的时候，他们就会开始累积真正的投资知识和策略，也会和投机市场渐行渐远。研究表明，知识的累积绝对可以增加我们的投资报酬，同时降低整体风险。我们还相信知识将最终分隔投资和投机的界限。投资者会发现：随着投资人知识水平的不断提高，他的思考和行为就越不可能被纯粹的投机意念所主导。

知名投资理财作家罗·挈尔诺（Ron Chernow）表示："金融环境体系反映出社会价值。"我们非常认同这一点，只要我们的价值观开始出现偏差，市场就会指引我们朝向投机行为。投资人在投资这条路上蹒跚独行，跌倒了又调整好自己的步伐再出发，而后再犯错误再次摔倒。而终止这种周而复始的恶性循环的方法就是教育自己坚定不移地树立起正确的投资理念和方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.zhel.p.net

在伯克希尔公司的一次会议中，巴菲特和蒙哥曾被问到是否能教育新一代投资人树立正确的理财观念和方法时，他们两人颇感这个问题切中要害。其实他们两人很早就已开始从事这项教育任务。伯克希尔公司的年度会议之所以那么出名，就在于它一向简洁明了，没有一点杂七杂八的废话，富有极高的教育价值。我们建议大家参阅亨利·埃默生（Henry Emerson）写的《杰出投资人文摘》（*Outstanding Investor Digest*）一书来了解这两位投资大师的许多访谈和演讲内容，撷取他们的思想精华。巴菲特和蒙哥在公开场合的一言一行，都在向成千上万的投资人传授他们正确的投资理念，使得投资人受益匪浅；岂止是一时受益，肯定是终身受益。

蒙哥最为人称道的是，“从别人智慧的结晶中吸取精华，而不是自以为可以坐着单凭幻想就知道天下所有的事情，没有人有这么聪明”。巴菲特非常认同蒙哥的这一看法，他说：“我通常都靠自己大量阅读，学习别人的知识和创见，因为我不认为自己有很多原创性观念。我之前就说过，我读格雷厄姆的书，也读费雪的书，我的许多观点都是从阅读他们的书中得来的。”他还曾说：“你可以从别人的书中学习到许多东西，而不需要自己动脑筋创造新知，重要的是要充分从别人身上吸取到最好的东西。”

求知的过程就像是旅行。巴菲特和蒙哥把前人的智慧纳为己用，融入自己的认知中，并慷慨地传授给那些充满活力、思想开放又努力好学的投资人。蒙哥曾说：“许多人非常排斥学习任何新知。”巴菲特也表示：“更惊人的是，他们也排斥那些对他们来说有绝大好处的新知。他们排斥多用脑思考，也排斥改变自己的想法。我曾引用过法国思想家伯特兰·卢梭（Bertrand Russell）的话：‘大部分人宁愿死，也不愿花脑筋思考。’”从投资理财的现实环境看，卢梭的看法有道理！

11．学习价值投资学派典范。蒙哥说：“我们的投资策略其实很简单，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

但令我们感到不解的是很少人愿意使用它。伯克希尔公司的许多股东们已经起而效尤，你们大家也都非常清楚这种策略。但是大学和其他学术机构都不把这种策略当作是操作的标准。这种现象本身就是个非常有趣的问题：如果我们是对的话，那为什么这么多投资人仍然坚持错的一方?”蒙哥的反问一针见血地指出了这样一个基本问题，即为什么人们总是排斥接受一种新观念，或者说为什么人们要拒绝接受已经一再被证明是很成功的投资策略和观念。对这个问题，只有汤姆斯·库恩（Thomas Kuhn）才是最有资格回答的。

库恩于1996年去世，生前是著名的物理学家兼哲学家。库恩在1962年的著作《科学革命的结构》（*The Structure of Scientific Revolution*）被认为是20世纪后半叶最有影响力的经典哲学著作之一。这本书非常畅销，销量超过100多万本，许多欧美大学的社会科学课程里都将它作为重点书目来阅读。该书主要介绍“典范”（paradigm）的概念和后来衍生的“典范转移”的内容。库恩认为，科学进化的过程并非很顺利，虽然人们在直觉上认为科学发现的过程就是将新的发明像砌砖一样加在已知的发明之上。但库恩表示有时科学的发明是靠危机产生的，只有当危机来临时，科学的发明创造才使社会用来治理危机而被承认。因此，构建一门新的科学，首先就是要将当时的主流思考模式和典范彻底拆除。

历史的演变似乎和库恩的理论相吻合。哥白尼的理论推翻了当时以地球为宇宙中心的看法，爱因斯坦的相对论使欧基米德几何学相形失色。库恩认为，从这些例证中可以看出，每个典范在被转移前通常都会经历充满危机的时代。有些人认为现在正在争论不休的广泛分散投资组合和价值投资组合到底孰优孰劣，正是库恩认为的观念准备转移的危急时刻。库恩继续表述道，在典范转移前，我们会先看到一些异常的事物出现。巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

说："我对'比较异常的事物'这个词非常感兴趣。'比较异常的事物'指的是通常学术界无法解释的事物，因为学术界宁愿排除这些新的事物和理论，也不愿承认它们。"

一些年来，在美国学术界，一直试图将巴菲特及其投资学派当作是异常人物和流派来看待，他们把巴菲特及其流派仅仅看成是一个成功的特例，未来恐怕很难再出现像巴菲特这样的现象。有些经济学家再度套用他们最经典的猩猩例子来加以比喻，他们说："如果你将足够多的猩猩放在一间房间里，从统计学观点看，很有可能其中就有一只会有所谓的'巴菲特现象'。"如果上述经济学家的比喻是合乎逻辑的话，那么他们又如何解释凯恩斯、费雪、蒙哥、辛普森、鲁安等众多投资大师脱颖而出的现象呢？他们又如何解释这些大师间的传承现象呢？

新的典范正在成形的理由之一可能是因为旧的典范开始崩溃，当这种现象开始发生时，旧的典范通常会有崩溃前的奋力一击，企图挽回最后必然要败北的颓势。当托勒密（Ptolemy）的"地球宇宙中心说"无法解释许多星体运行现象时，一些天文学家便开始加油添醋，企图替托勒密理论打圆场，他们坚信托勒密没错，只是他的理论需要稍加修正而已。人们可能幼稚地认为，现在的科学家早已更新换代，他们随时都准备吸收新的或甚至相当不一样的观念，然后共同努力去塑造新的典范。库恩却不这么认为："虽然旧典范的支持者已经开始丧失信心并且考虑尝试其他的方法，但他们仍然不轻言放弃以前曾将他们带入新典范而现在早已陈旧的典范。"在投资市场上也是如此。早已驾轻就熟的既有的投资模式在投资人脑中根深蒂固，如今要马上接受典范转移，不论从心智、情绪还是经费上来说，都将是一个代价不菲的风险。

历史上发生过的典范转移和更迭事件，常常需要数年、数十年甚至几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



个世代才能完成这样一个漫长的过程，因为需要足够的时间来教育和争取新的支持者。当旧典范已经确定不符合新时代的要求时，新典范才得以大举进入人们的日常生活中。在典范转移完成之前，最大的挑战莫过于新典范的创造者和支持者是否能在充满敌意的世界里坚持下来。

要能在一个典范转移中生存，是需要超出常人的反抗精神和拥有坚定不移的信念的。巴菲特价值投资学派的那些大师们在过去几十年里正是通过亲身的实践磨炼了上述这种特质，才有了今天享誉世界的投资绩效。他们的这种在典范转移中表现出来的伟大特质，难道不值得我们今天的投资者学习吗？

全国最低交易手续
任何地方费用比我

在风云变幻的股市里，只要运用价值投资法则，你就可以跑赢股市。

价值投资法是 20 世纪 30 年代中期产于美国，被世界上许多最伟大的市场专业人士采用。

最伟大的投资大师以低廉的价格买下公司股票的方法，已被屡屡证明是历史上最成功的选股方法。

投资者可以买进最受欢迎的公司股票，由于支付合理的低价，投资者的利润必定会相应提高，其所面临的风险也相对降低。

上架建议：投资理财

ISBN 978-7-5454-1692-3



定价：30.00元